

UTSATT OFFENTLIGGJØRING AV INNSIDEINFORMASJON



Universitetet i Oslo
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer: 661
Leveringsfrist: 25. november 2011

Til sammen 17 832 ord

24.11.2011

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	Oppgavens problemstilling	1
1.2	Bakgrunn	2
1.2.1	Løpende informasjonsplikt	2
1.2.2	Innsideinformasjon	3
1.3	Avgrensninger og presiseringer	4
1.4	Rettskildebildet	5
1.4.1	De norske rettskildene	5
1.4.2	Internasjonale rettskilder	7
1.5	Den videre fremstillingen	8
<u>2</u>	<u>BESTEMMELSEN OM UTSATT OFFENTLIGGJØRING</u>	<u>10</u>
2.1	Verdipapirhandelloven § 5-3	10
2.2	Bestemmelsens forhistorie	11
2.3	Markedsmisbruksdirektivet og gjennomføringen i norsk rett	12
2.4	Rettsstilstanden før markedsmisbruksdirektivet	15
2.5	Tilsynsmyndighet og sanksjonering	16
<u>3</u>	<u>VILKÅRENE FOR UTSATT OFFENTLIGGJØRING</u>	<u>19</u>
3.1	Innledende bemerkninger	19
3.2	Legitim interesse	20
3.2.1	Generelt om vilkåret	20
3.2.2	Forhandlinger	21
3.2.3	Refinansieringsforhandlinger	31

3.2.4	Godkjenning fra annet selskapsorgan	37
3.2.5	Øvrige typetilfeller	41
3.3	Allmennheten må ikke villedes	51
3.3.1	Kvalifisert villedelse	51
3.3.2	Guiding mv.	54
3.4	Konfidensiell behandling	55
3.4.1	Generelt om vilkåret	55
3.4.2	Taushetsplikt	56
3.4.3	Aktsomhetsplikt	57
3.5	Meldeplikt	60
<u>4</u>	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>65</u>

1 Innledning

1.1 Oppgavens problemstilling

Finansmarkedene har en sentral samfunnsmessig rolle ved å bidra til å legge grunnlaget for økonomisk vekst og nye arbeidsplasser. Ved at aktørene i finansmarkedene handler seg imellom med gjelds- og fordringsinstrumenter, bidrar disse markedene til å omfordele risiko og kanalisere kapital til de antatt mest lønnsomme investeringsprosjektene.¹

Det er en forutsetning for at finansmarkedene skal fungere optimalt at allmennheten har tillit til markedene. For å oppnå dette er det blant annet viktig at markedet til enhver tid har tilgang til nødvendig informasjon for å sikre en "riktig" pris på de omsatte finansielle instrumentene, og at ingen misbruker kjennskap til informasjon som ikke er allment tilgjengelig for å skaffe seg en fordel.² Det er nær sammenheng mellom de to forholdene. Feil pris vil kunne forekomme når markedet ikke har kjennskap til informasjon som er relevant for prisfastsettelsen, og det er erverv eller avhendelse utført med kjennskap til denne feilprisingen som utgjør et misbruk.

For å sikre at all kurssensitiv informasjon er kjent, og at alle aktørene i finansmarkedene får kjennskap til informasjonen samtidig, skal slik informasjon som hovedregel offentliggjøres fortløpende. Offentliggjøring kan imidlertid utsettes på visse vilkår.

Oppgavens formål er å fremstille og analysere de viktigste rettsspørsmål som reiser seg i forbindelse med tolkningen av vilkårene for utsatt offentliggjøring. Den overordnede problemstillingen er dermed når det foreligger hjemmel for å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon.

¹ NOU 2011:1 s. 29

² Bergo (2008) s. 101

1.2 Bakgrunn

1.2.1 Løpende informasjonsplikt

Bestemmelsene om løpende informasjonsplikt finnes i verdipapirhandelloven (vphl.) kapittel 5, og gjelder for utstedere "hvis finansielle instrumenter er eller er søkt opptatt til handel på norsk regulert marked", jf. vphl. § 5-1.³

Med "finansielle instrumenter" menes etter vphl. § 2-2 første ledd: omsettelige verdipapirer, verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivater. Med omsettelige verdipapirer menes blant annet aksjer og obligasjoner, jf. vphl. 2-2 andre ledd. Presiseringen av de resterende begrepene følger av bestemmelsens påfølgende ledd og verdipapirforskriften § 2-1.

Med "regulert marked" menes foretak som etter tillatelse fra Finansdepartementet "beslutter opptak til handel av finansielle instrumenter på markedet, og som organiserer eller driver et multilateralt system som legger til rette for regelmessig omsetning av noterte instrumenter i samsvar med lov, forskrift og objektive handelsregler fastsatt av markedet selv", jf. børsloven § 3 første ledd, jf. vphl. § 2-3 tredje ledd. En børs er et slikt regulert marked med særskilt tillatelse fra departementet, jf. børsloven § 3 andre ledd.

Etter hovedregelen i vphl. § 5-2 første ledd skal utsteder av finansielle instrumenter "uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder". Vphl. § 5-2 gir ingen egen definisjon av innsideinformasjon, men henviser til den generelle definisjonen i vphl. § 3-2 første til tredje ledd, nærmere omtalt i punkt 1.2.2.

At informasjonspliktig innsideinformasjon etter vphl. § 5-2 første ledd må angå utsteder direkte, medfører at visse opplysninger vil være unntatt informasjonsplikt selv om de omfattes av definisjonen i vphl. § 3-2. Et eksempel kan være generelle forhold som har

³ Disposisjoner foretatt "av eller på vegne av en EØS-stat, Den europeiske sentralbank, sentralbank i EØS-stat eller annet myndighetsorgan i slike stater" vil i visse situasjoner ikke være omfattet av bestemmelsene, jf. vphl. § 3-13, jf. § 5-1.

betydning for en hel bransje.⁴ Hvorvidt informasjonen er omfattet av informasjonsplikten må imidlertid avgjøres konkret.

Markedets behov for informasjon er etter dette generelt gitt forrang foran utsteders behov for konfidensialitet.⁵

I noen situasjoner vil imidlertid hensynet til den enkelte utsteders behov for konfidensialitet veie tyngre enn markedets umiddelbare behov for informasjon. Dersom utsteders interesser blir tilstrekkelig skadelidende ved umiddelbar offentliggjøring av innsideinformasjon, vil hensynet til et velfungerende marked best ivaretas ved at utsatt offentliggjøring av disse opplysningene tillates.⁶ For strenge krav om offentliggjøring vil i tillegg kunne påvirke selskapenes inntjeningssevne på en måte som kan føre til at både utstedere og investorer ser seg tjent med å hente kapital eller investere på uregulerte markeder.

1.2.2 Innsideinformasjon

Etter vphl. § 3-2 første ledd stilles det tre kumulative krav for at det skal foreligge innsideinformasjon. Det må foreligge presise opplysninger, disse må ha et merkbart kurspåvirkningspotensiale, og de kan ikke være tilgjengelige eller kjent for alle aktørene i markedet.

I bestemmelsens andre ledd stilles det to kumulative krav til opplysningenes presisjonsnivå. De må for det første indikere at et forhold har inntruffet, eller at det med rimelig grunn kan antas å ville inntreffe. For det andre må opplysningene være tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen på kursen til de finansielle instrumentene.

⁴ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.2.2.3

⁵ ibid. punkt 1.3

⁶ ESME (2007) punkt 3.1.2

Opplysningene har et merkbart kurspåvirkningspotensiale (er kurssensitive), dersom en fornuftig investor sannsynligvis ville benytte dem som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning, jf. tredje ledd.

1.3 Avgrensninger og presiseringer

Definisjonen av innsideinformasjon er en viktig premissleverandør for bestemmelsene om løpende informasjonsplikt. Det knytter seg imidlertid et vidt spekter av tolkningsmuligheter til definisjonen, slik at det ikke vil være rom for en nærmere analyse av begrepet i denne oppgaven.

Det er en forutsetning for at det skal være aktuelt å utsette offentliggjøring etter vphl. § 5-3 første ledd at det foreligger informasjonsplikt etter hovedregelen i vphl. § 5-2 første ledd. Da temaet for oppgaven er vilkårene for utsatt offentliggjøring etter vphl. § 5-3, vil informasjonsplikten etter vphl. § 5-2 kun behandles i den grad det er nødvendig for sammenhengen. Av samme grunn vil rettsvirkningene av utsettelse kun behandles i den grad det er naturlig ved en fremstilling av vphl. § 5-3.

Bestemmelsene om den løpende informasjonsplikten, og herunder om utsatt offentliggjøring, vil først og fremst gjelde for utstedere av aksjer og obligasjoner.⁷ Det er også disse typer finansielle instrumenter det handles mest i på Oslo Børs, henholdsvis ca. 1 810 og 1 650 mrd. NOK i 2010.⁸

En aksje er en eierandel i et aksjeselskap. Verdien av aksjene er dermed knyttet direkte opp mot den antatte verdien av selskapet. Enhver hendelse vil dermed i utgangspunktet kunne påvirke aksjekursen. Dette fører til at markedets informasjonsbehov er stort, og at terskelen for informasjonsplikten er lav.

Obligasjoner er lån hvor utstederselskapet er låntaker. Disse tilbys som investeringsobjekter på finansmarkedene. De fleste obligasjoner gir rett til en bestemt rente som er fastsatt for hele løpetiden til obligasjonen. Verdien av en obligasjon vil

⁷ Myklebust (2011) s. 305

⁸ Oslo Børs Årsstatistikk (2010)

dermed stige og falle omvendt av det generelle rentenivået.⁹ Utsteders evne til å betale tilbake lånet er en annen faktor som påvirker verdien.

Rekkevidden av informasjonsplikten vil være større for utstedere av aksjer enn obligasjoner. For eksempel i en situasjon hvor en utsteder med solid finansiering inngår en avtale som vil øke verdien av selskapet, vil det kunne ha betydning for verdien av selskapets aksjer, men ikke nødvendigvis for utsteders evne til å betale sine kreditorer, og dermed for verdien av selskapets obligasjoner. Da oppgaven nødvendigvis må begrenses i omfang, er det dermed hensiktsmessig kun å ta for seg utstedere av aksjer i det følgende. De saker hvor Oslo Børs har reagert på manglende oppfølging av regelverket relatert til utsatt offentliggjøring, viser i tillegg at bestemmelsen i praksis er mest aktuell i forbindelse med kursen på utstederforetakenes aksjer.¹⁰

Oslo Børs er Norges største regulerte markedsplass for omsetning av aksjer, og stod i januar 2011 for nesten 86 % av totalomsetningen av norske aksjer.¹¹ Utstedere notert på Oslo Børs er dermed det naturlige utgangspunkt for den videre fremstillingen, selv om bestemmelsen om utsatt offentliggjøring gjelder for alle norske regulerte markeder, jf. vphl. § 5-1.

Utstedere med aksjer notert på Oslo Børs er allmennaksjeselskaper, jf. børsforskriften § 4 første ledd. Relevant selskapslovgivning er dermed allmennaksjeloven (asal.). Med begrepet utsteder vil det etter dette siktes til allmennaksjeselskap.

1.4 Rettskildebildet

1.4.1 De norske rettskildene

Det rettskildemessige utgangspunktet for oppgaven er vphl. § 5-3, og tolkningen av denne basert på norske forarbeider og praksis. På bakgrunn av at bestemmelsen er et

⁹ Stortingsmelding 15 (2010-2011) s. 44

¹⁰ Nesten alle saker behandlet av Oslo Børs relatert til vphl. § 5-3 har dreid seg om aksjer og utstederne av disse.

¹¹ Sivertsen (2011)

resultat av gjennomføring av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen, er også den bakenforliggende EU/EØS-retten sentral.

Forarbeider tillegges tradisjonelt betydelig vekt ved tolkningen av norske lover. Bakgrunnen er at de anses å uttrykke lovgivers vilje, og at de gjengir de sakkyndige vurderinger som er gjort ved utformingen av bestemmelsene.¹² Dette er imidlertid ikke tilfelle for forarbeidene til gjennomføringslovgivningen. Her er formålet å forklare og tilpasse gjennomføringen av den eksisterende EU/EØS-retten, ikke å begrunne utformingen av reglene. Uttalelser i de norske forarbeidene må av denne grunn ses mer som en meningsytring enn en autoritativ instruks. Forarbeidene til gjennomføringslovgivningen tillegges dermed generelt mindre vekt enn forarbeidene til øvrig norsk rett.¹³

Forarbeidene til vphl. § 5-3 begrenser seg i hovedsak til to høringsnotater fra Finanstilsynet,¹⁴ se nærmere om dette i punkt 2.2. Markedsmisbruksdirektivets bestemmelse om utsatt offentliggjøring er omtalt i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), men det sies lite om tolkningen av bestemmelsen.

Høringsnotater har generelt liten rettskildemessig vekt ved tolkningen av norske lover. Dette er en følge av at de vanligvis følges opp av forarbeider utarbeidet av en administrativ myndighet overordnet det organ som forfattet notatet. For vphl. § 5-3 sin del foreligger det imidlertid få uttalelser om tolkningen av bestemmelsen i forarbeider av høyere rang. Det er dermed grunn til å legge større rettskildemessig vekt på Finanstilsynets uttalelser i høringsnotatet. Et annet moment som trekker i denne retning er at Finanstilsynet har det overordnede tilsynsansvaret på området, jf. vphl. § 15-1 andre ledd.

Ved tolkningen av vphl. § 5-3 vil forvaltningspraksis være en viktig rettskilde, da det er sparsomt med domstolspraksis som tar for seg innholdet i vilkårene for utsettelse. Særlig Oslo Børs' regelverk, sirkulærer og vedtak, samt Finanstilsynets rundskriv, er

¹² Eckhoff (2001) s. 70-83

¹³ EØS-rett (2004) s. 193-194

¹⁴ Finanstilsynets høringsnotater av 1. mars 2004 og 14. januar 2005

aktuelle i denne sammenheng.¹⁵ Domstolene er ikke bundet av forvaltningspraksis, men dersom en tolkning finner støtte der kan det være et argument for å godta den. Forvaltningsorganene vil imidlertid ofte føle seg bundet av egen praksis, slik at det er grunn til å tro at forvaltningspraksis har stor betydning for børsens vedtak.¹⁶ At nevnte organers vedtak og uttalelser offentliggjøres øker dessuten den rettskildemessige vekt det kan være grunn til å tillegge dem.¹⁷ Det vil bidra til å skape forutberegnelighet for dem som må forholde seg til regelverket.

Med hjemmel i børsforskriften § 1 tredje ledd har Oslo Børs fastsatt egne regler om utsteders rettigheter og plikter som følge av opptak til handel. Dette reglementet vil ved motstrid stå tilbake for lov og forskrift, men det vil være en aktuell rettskilde for å klarlegge innholdet i gjeldende rett. I tillegg til å gjengi relevant lovverk på verdipapirområdet, og å fastsette selvstendige reguleringer, inneholder reglementet veiledninger og fortolkninger til enkelte av bestemmelsene på området.¹⁸ Reglementet skal i medhold av børsloven § 22 tredje ledd sendes Finanstilsynet, som kan kreve reglene og vilkårene endret dersom de ikke anses å oppfylle lov eller forskrift. Dette styrker den rettskildemessige vekt det er grunn til å tillegge børsens regelverk.

1.4.2 Internasjonale rettskilder

Hvordan markedsmisbruksdirektivet og tilhørende gjennomføringsdirektiv¹⁹ skal tolkes, vil være sentralt ved tolkningen av vphl. § 5-3, siden norsk tolkningspraksis i strid med direktivene vil kunne bringes inn for EFTA-domstolen, jf. ODA artikkel 31.

Begrepsbruken i EU/EØS-retten er autonom, slik at det er uten betydning hvordan begreper har blitt tolket i nasjonal rett. Konsekvensen av dette er at det vil være nødvendig å undersøke hvilket meningsinnhold begrepene kan ha etter EU/EØS-retten.²⁰

¹⁵ Se nærmere om børsens rolle som tilsynsmyndighet under punkt 2.5.

¹⁶ Eckhoff (2001) s. 233

¹⁷ Svedberg (2007) s. 5

¹⁸ Løpende forpliktelser punkt 1.1 andre ledd og tilhørende fotnote nr. 5

¹⁹ Direktivene er nærmere behandlet i punkt 2.3.

²⁰ EØS-rett (2004) s. 193

I denne oppgaven tas det utgangspunkt i den danske språkversjonen av relevante EU/EØS-rettslige tekster, da dansk har flest likhetstrekk med norsk skriftspråk. Alle EU-rettslige tekster avfattes imidlertid på samtlige av de offisielle språkene (for tiden 23), og alle språkversjoner er formelt gyldige. Dette medfører at det normalt legges mindre vekt på den eksakte ordlyden enn det som er vanlig i norsk rett. Da det kan forekomme avvik mellom versjonene, er det mest sentrale å komme frem til meningen med bestemmelsen. Ved tolkningen av EU/EØS-rettslige tekster vil det i tvilstilfellene dermed være nødvendig å sammenligne de ulike språkversjonene.²¹

Videre vil direktivenes fortaler (preambler) kunne ha stor betydning som tolkningsfaktor. Fortalen angir blant annet formålet og hjemmelen for rettsakten, og har noe av den samme funksjonen som forarbeider har i norsk rettskildelære.²²

Et moment av betydning for tolkningen av EU/EØS-retten er dens dynamiske karakter. Bestemmelsene må tolkes i lys av utviklingen, og dermed ses på bakgrunn av forholdene på anvendelsestidspunktet. Dette innebærer at eksisterende rettsakter skal tolkes dynamisk over tid i langt større grad enn det som er tilfelle for nasjonal rett.²³

Norge er forpliktet til å vektlegge EF-domstolens rettspraksis etter EØS-avtalen art. 6. Det foreligger imidlertid ikke praksis fra domstolen som er relevant for tolkningen av vilkårene for utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon.

1.5 Den videre fremstillingen

Kapittel 2 vil ta for seg bestemmelsen som danner grunnlaget for oppgavens tema. Her vil bestemmelsens forarbeider og forhistorie i norsk rett presenteres, samt dens EU/EØS-rettslige bakgrunn. I tillegg gjøres det rede for hvilke organer som fører tilsyn med, og eventuelt sanksjonerer, overholdelsen av den aktuelle bestemmelsen. Dette er avgjørende for å forstå den forvaltningspraksis som har utviklet seg på området. I

²¹ EØS-rett (2004) s. 42-43

²² ibid. s. 51

²³ ibid. s. 43

kapittel 3, som utgjør hoveddelen av oppgaven, vil de enkelte vilkårene for utsatt offentliggjøring behandles.

2 Bestemmelsen om utsatt offentliggjøring

2.1 Verdipapirhandelloven § 5-3

Vphl. § 5-3 unntar under visse vilkår utsteder fra hovedregelen i vphl. § 5-2 første ledd om umiddelbar offentliggjøring. Hovedvilkåret for utsettelse er at utstедers legitime interesser må kunne skades dersom opplysningene offentliggjøres umiddelbart. For i størst mulig grad å forhindre feilprising, og for å unngå misbruk av innsideinformasjon, stiller vphl. § 5-3 første ledd ytterligere to vilkår for å utsette offentliggjøring: allmennheten må ikke villedes av utsettelsen, og opplysningene må behandles konfidensielt.

Vphl. § 5-3 gir ingen legaldefinisjon av "legitime interesser", men bestemmelsens andre ledd gir en ikke-uttømmende anvisning på noen situasjoner hvor vilkåret typisk vil være oppfylt, jf. formuleringen "kan typisk relatere seg til". Om vilkåret er oppfylt vil bero på en skjønnsmessig og konkret helhetsvurdering. Det er utsteder selv som må avgjøre om det er hjemmel for utsettelse, tilsynsmyndighetens vurdering av forholdet skjer først i etterkant. I motsetning til om utsteder på forhånd fikk godkjennelse til å utsette offentliggjøring, setter dette høyere krav til juridisk kompetanse hos den enkelte utsteder.

Etter vphl. § 5-3 tredje ledd har regulert marked adgang til å kreve utlevert lister over personer som gis tilgang til innsideinformasjon. Utsteder plikter å føre slike lister, men det er i utgangspunktet Finanstilsynet som kan kreve tilgang til disse, jf. vphl. §§ 3-5 første og andre ledd. For å etterforske antatte misbrukstilfeller er det imidlertid viktig at også regulert marked gis tilgang.²⁴

²⁴ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.4

Bestemmelsens fjerde ledd regulerer utsteders aktivitetsplikt ved eventuelle lekkasjer, og bestemmer at de aktuelle innsideopplysningene "uoppfordret og umiddelbart" skal offentliggjøres om utsteder har grunn til å tro at disse er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende.

Et ytterligere vilkår for å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon er at det gis underhåndenmelding om utsettelsen til regulert marked, jf. verdipapirforskriften § 5-1.

2.2 Bestemmelsens forhistorie

Bestemmelsen om utsatt offentliggjøring ble inntatt i norsk rett ved forskrift 1. juli 2005 nr. 786 om endringer i børsforskriften, og bygget på Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 om begrenset revisjon av børsforskriften. Dette var resultatet av et forslag i Finanstilsynets høringsnotat av 1. mars 2004, hvor det ble foreslått å gi nærmere regler om blant annet unntaket fra informasjonsplikten i børsforskriften, jf. notatets punkt 8.3.5. Forslaget ble fulgt opp av Finansdepartementet i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), jf. proposisjonens side 54. Bakgrunnen for forskriftsendringen var gjennomføringen av Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF om innsidehandel og markedsmanipulering (markedsmisbruksdirektivet) i norsk rett.

Gjennomføringen resulterte i bestemmelsene om utsteders løpende informasjonsplikt, herunder om utsatt offentliggjøring, i opphevet børsforskrift kapittel 5 og 10.

Bestemmelsene gjaldt for aksjer og obligasjoner, jf. henholdsvis §§ 5-1 og 10-1 i forskriften. I tillegg var grunnfondsbevis omfattet etter forskriftens § 1-2 første ledd. I forbindelse med utformingen av gjeldende verdipapirhandellov fant lovutvalget det hensiktsmessig å flytte bestemmelsene om løpende informasjonsplikt til verdipapirhandelloven kapittel 5, hvor lovens øvrige rapporteringsbestemmelser er samlet.²⁵

²⁵ NOU 2006:3 s. 190

For å gjennomføre markedsmisbruksdirektivet ble virkeområdet under flyttingen utvidet til å gjelde utstedere av alle finansielle instrumenter, og ikke bare utstedere av aksjer, obligasjoner og grunnfondsbevis, jf. vphl. § 5-1.²⁶ Reguleringen av adgangen til å utsette offentliggjøring ble samtidig samlet i én bestemmelse.²⁷ Forarbeidene til verdipapirhandelloven inneholder imidlertid ingen uttalelser om utsettelsesadgangen for øvrig.

2.3 Markedsmisbruksdirektivet og gjennomføringen i norsk rett

Norge er gjennom EØS-avtalen forpliktet til å gjennomføre deler av EU-retten i norsk rett. Avtalens art. 102 inneholder imidlertid en reservasjonsrett mot nye EU-rettsakter. En reservasjon får i tilfelle virkning for alle EFTA-statene.²⁸ Norge har for første gang benyttet seg av reservasjonsretten i forbindelse med innlemmingen av EUs tredje postdirektiv i EØS-avtalen.

Hovedsakelig gjelder EØS-avtalen EU-rettens bestemmelser om de fire friheter,²⁹ og bestemmelsene om konkurranserett, forskning og utvikling, miljø, utdanning og sosialpolitikk, jf. avtalens art. 1 nr. 2. På verdipapiriområdet er en stor andel av de norske reglene et resultat av våre EØS-forpliktelser.³⁰

Markedsmisbruksdirektivet ble vedtatt 28. januar 2003 og erstattet rådsdirektiv 89/592/EØF om samordning av bestemmelsene om innsidehandel.³¹ Formålet med direktivet er å sikre finansmarkedenes integritet i fellesskapet og forbedre investorenes tillit til disse markedene,³² herunder å motvirke innsidehandel og kursmanipulasjon, som hindrer den fulle markedsgjennomsiktighet som er en forutsetning for at alle økonomiske aktører vil handle på de integrerte finansmarkedene.³³

²⁶ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 286

²⁷ NOU 2006:3 side 242 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 423

²⁸ *EØS-rett* (2004) s. 181-182

²⁹ Fritt varebytte, fri bevegelse for personer, fri bevegelse for tjenester og fri bevegelse for kapital.

³⁰ Myklebust (2011) s. 193

³¹ Fortalen til EP/Rdir 2003/6/EF punkt 13

³² *ibid.* punkt 12

³³ *ibid.* punkt 13

Markedsmisbruksdirektivet utgjør et sentralt element av EUs handlingsplan for finansielle tjenester. Handlingsplanen går ut på å identifisere en rekke tiltak som skal gjennomføres for å skape et reelt indre marked for slike tjenester. Videre omhandler den nye måter å vedta finansmarkedslovgivning på, herunder den såkalte Lamfalussy-prosedyren (også kalt komitologiprosedyre).³⁴

Prosedyren innebærer at Europaparlamentet og Rådet fastsetter et rammedirektiv på det som kalles nivå én. På nivå to fastsettes detaljregler i samarbeid mellom EU-kommisjonen og en særskilt regelverkskomité som består av representanter for medlemslandenes ulike finansdepartementer. Disse kan sammenlignes med forskrifter i norsk rett, da de har en underordnet rettskildemessig betydning i forhold til rammedirektivet. Nivå tre består av standarder og retningslinjer på områder som ikke er regulert i lovgivningen, og som utarbeides av ESMA³⁵ (tidligere CESR³⁶). Disse er ikke rettslig bindende, men tillegges i praksis stor vekt av nasjonale tilsynsmyndigheter. Nivå fire regulerer kontroll med gjennomføring og håndhevelse av regelverket.³⁷

I tillegg til markedsmisbruksdirektivet er kommisjonsdirektiv 2003/124/EF, om gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet, og CESRs retningslinjer CESR/ 06-562b, av særlig interesse for bakgrunnen til bestemmelsen i vphl. § 5-3, og tolkningen av denne.

Vphl. § 5-3 første ledd bygger på markedsmisbruksdirektivet artikkel 6 nr. 2:

"En udsteder kan på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden, jf. stk. 1, for ikke at skade sine berettigede interesser, forudsat at dette ikke vil kunne vildlede offentligheden, og at udstederen kan sikre, at denne viden behandles fortroligt. Medlemsstaterne kan kræve, at en udsteder øjeblikkelig skal underrette den kompetente myndighed om sin beslutning om at udsætte offentliggørelsen af intern viden."

³⁴ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 8

³⁵ European Securities and Markets Authority

³⁶ The Committee of European Securities Regulators

³⁷ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 8

At en utsettelse av offentliggjøring av innsideinformasjon skjer på utsteders eget ansvar kommer ikke direkte frem av den norske lovteksten, da Finanstilsynet ikke fant det nødvendig å presisere dette.³⁸

Typetilfellene på legitime interesser i vphl. § 5-3 andre ledd er hentet fra kommisjonsdirektiv 2003/124/EF artikkel 3 nr. 1. De ble inntatt blant annet fordi de gir viktig veiledning for å forstå vilkåret "legitime interesser".³⁹ I forbindelse med utformingen av bestemmelsen uttalte Finanstilsynet at vilkåret vil kunne utvikle seg i en EU-rettslig kontekst, og derfor burde gjennomføres mest mulig i tråd med direktivet.⁴⁰ Typetilfellene ble dermed tatt inn i vphl. § 5-3 andre ledd, uten ytterligere veiledning om når utsteder kan ha en legitim interesse i utsatt offentliggjøring.

Det fremgår av kommisjonsdirektiv 2003/124/EF artikkel 3 nr. 2 hvilke krav medlemsstatene skal stille for å sikre en konfidensiell behandling av innsideinformasjon, jf. vilkåret i markedsmisbruksdirektivet artikkel 6 nr. 2. Etter kommisjonsdirektivets artikkel 3 nr. 2 skal medlemslandene kreve at utsteder kontrollerer tilgangen til innsideinformasjon, og særskilt i bestemmelsens bokstav a, b og c:

"a) at udstederen har indført effektive foranstaltninger for at forhindre andre personer i at få adgang til denne viden end de personer, der skal have adgang dertil som led i udøvelsen af deres funktioner hos udstederen

b) at udstederen har truffet de nødvendige foranstaltninger for at sikre, at personer, der har adgang til en sådan viden, accepterer de deraf følgende retlige og tilsynsmæssige forpligtelser og er klar over, hvilke sanktioner de kan få pålagt ved misbrug eller ubehørig videregivelse af en sådan viden

c) at udstederen har indført foranstaltninger, som giver mulighed for øjeblikkelig offentliggørelse i tilfælde, hvor udstederen ikke har kunnet sikre, at den pågældende

³⁸ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.2

³⁹ *ibid.* 3.3.3

⁴⁰ *l.c.*

interne viden behandles fortroligt, uden at dette dog påvirker anvendelsen af artikel 6, stk. 3, andet afsnit, i direktiv 2003/6/EF."

Henvisningen fra vilkåret om konfidensiell behandling i vphl. § 5-3 første ledd, til vphl. § 3-4 om taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering, medfører at utsteder må ha innført de rutiner som fremgår av bokstav a for å oppfylle vilkårene for utsatt offentliggjøring etter norsk rett, jf. vphl. § 3-4 andre ledd siste punktum.

Finanstilsynet har antatt at bokstav b og c er oppfylt ved vphl. § 3-5 som, foruten de formelle og materielle kravene til innsidelister, krever at utsteder sørger for at personer med tilgang til innsideinformasjon er kjent med de plikter og ansvar dette medfører, og vphl. § 5-3 fjerde ledd som krever umiddelbar offentliggjøring ved lekkasjer.

2.4 Rettstilstanden før markedsmisbruksdirektivet

Gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet medførte flere endringer når det gjaldt utstederforetakenes løpende informasjonsplikt. Blant annet ble informasjonsplikten rekkevidde utvidet ved at innslagspunktet etter dagens bestemmelse relaterer seg til den generelle definisjonen av innsideinformasjon i vphl. § 3-2, jf. vphl. § 5-2 første ledd.⁴¹ Sentralt for temaet i oppgaven er imidlertid at det kom nye regler om utsatt offentliggjøring.

Før gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet måtte informasjonspliktige opplysninger meddeles daglig leder av børsen, eller den han hadde bemyndiget, selv om offentliggjøring skulle utsettes. Utsteder kunne pålegge vedkommende taushetsplikt, forutsatt at opplysningene inneholdt forretningshemmeligheter eller at "særlige hensyn" tilsa det, jf. opphevet børsforskrift § 23-2 fjerde ledd. Den endelige avgjørelsen av om opplysningene skulle utsettes offentliggjort lå imidlertid hos børsen, jf. tredje punktum:

"Daglig leder av børs eller den han bemyndiger kan ut fra en helhetsvurdering hvor det tas hensyn til opplysningens kurspåvirkende karakter, markedets behov for

⁴¹ Bergo (2008) s. 102

opplysningene og utsteders behov for taushetsplikt, *beslutte at opplysningene skal offentliggjøres* på tross av pålegget om taushetsplikt" (min kursivering).

Momentene i vurderingen har flere likhetstrekk med vilkårene i vphl. § 5-3 første ledd. Børsens praksis kunne dermed gitt veiledning når det gjelder avveiningen mellom markedets og utsteders interesser, jf. punkt 3.2.1. Praksis på området er imidlertid vanskelig tilgjengelig. I og med at ansvaret for vurderingen av om opplysningene skulle offentliggjøres lå hos børsen, kan bakgrunnen være at det ikke ble ansett å være behov for å offentliggjøre vedtakene om ikke å tillate utsettelse. Videre ble adgangen til å gi informasjon til børsen med pålegg om taushetsplikt benyttet meget sjelden, jf. børs sirkulære nr. 3/2005 punkt 3.9.

2.5 Tilsynsmyndighet og sanksjonering

Markedsmisbruksdirektivet art. 11 pålegger medlemsstatene å ha én enkelt forvaltningsmyndighet som skal sikre anvendelsen av direktivets bestemmelser. I Norge ligger dette ansvaret hos Finanstilsynet.⁴² Direktivets art. 12 nr. 1 bokstav c åpner for at den nødvendige tilsyns- og undersøkelsesmyndighet kan delegeres til blant annet regulert marked.

Når det gjelder børsnoterte foretaks løpende informasjonsplikt, mente Finansdepartementet ved implementeringen av markedsmisbruksdirektivet at det var hensiktsmessig å delegere det operative ansvaret på dette området til børsen. Dette var også rettstilstanden tidligere.⁴³

Delegasjonsadgangen fremgår av vphl. § 15-1 andre ledd siste punktum, etter at Finansdepartementet fant at direktiv 2004/109/EF (rapporteringsdirektivet) ikke hindret en slik delegasjon av Finanstilsynets myndighet.⁴⁴ Tilsynet med overholdelsen av vphl. §§ 5-2 og 5-3 er etter dette delegert til regulert marked, herunder Oslo Børs, jf. verdipapirforskriften § 13-1.

⁴² Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 100

⁴³ *ibid.* s. 54

⁴⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 353

Selv om Oslo Børs ikke er et offentlig organ, får de fleste av forvaltningslovens bestemmelser anvendelse ved børsens saksbehandling i saker om ileggelse av overtredelsesgebyr, jf. børsloven § 40. Dette innebærer blant annet at børsens vedtak er enkeltvedtak, jf. forvaltningsloven § 23, jf. børsloven § 40. Oslo Børs regnes dermed som forvaltningsorgan i saker hvor det treffes vedtak om ileggelse av overtredelsesgebyr, jf. forvaltningsloven § 1 tredje punktum.

Ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av bestemmelsen i vphl. § 5-3, eller ved medvirkning eller forsøkshandlinger, kan regulert marked vedta å ilegge utsteder et overtredelsesgebyr, jf. vphl. § 17-4 tredje ledd tredje punktum. Overtredelsesgebyret kan utgjøre inntil ti ganger årlig kursnoteringsavgift, jf. børsforskriften § 31 andre ledd bokstav a. Gebyrets størrelse avhenger av overtredelsens "omfang og virkninger, samt graden av utvist skyld", jf. vphl. § 17-4 femte ledd.

Det fremgår ikke uttrykkelig av vphl. § 17-4 at overtredelse av meldepliktsbestemmelsen i verdipapirforskriften § 5-1 kan medføre overtredelsesgebyr. Videre følger det ikke av ordlyden i vphl. § 15-1 at det er mulighet for å delegere tilsynet med overholdelsen av forskriftsbestemmelsen til regulert marked. Delegasjonsbestemmelsen i verdipapirforskriften § 13-1 gjelder også kun vphl. §§ 5-2 og 5-3.

Finanstilsynet har foreslått⁴⁵ å innta i bestemmelsene at de også gjelder forskrifter gitt for å utfylle vphl. §§ 5-2 og 5-3. Forslaget er under behandling i Finansdepartementet. Finanstilsynet har antatt at det kun dreier seg om en presisering av gjeldende rett. Dersom tilsynets tolkning legges til grunn, innebærer dette at regulert marked også før en eventuell endring har mulighet til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på meldeplikten.⁴⁶ Tolkningen er lagt til grunn i praksis, idet Oslo Børs flere ganger har ilagt overtredelsesgebyr for brudd på meldeplikten.

⁴⁵ Finanstilsynets høringsnotat av 29. september 2010 punkt 2.4

⁴⁶ ibid. punkt 2.2

Klageinstans ved vedtak om ileggelse av overtredelsesgebyr er Børsklagenemnden, som er oppnevnt i medhold av børsloven § 41 første ledd. Nemndens kompetanse, sammensetning og saksbehandling fremgår av børsforskriften §§ 35 til 37. Adgangen til å reise søksmål mot vedtak om overtredelsesgebyr er omhandlet i vphl. § 17-4 syvende ledd, hvor hovedregelen er at søksmål ikke kan reises før klageretten er benyttet og det er truffet vedtak av klageinstansen.⁴⁷

⁴⁷ Søksmålsadgang forutsettes i EP/Rdir 2003/6/EF artikkel 15, som krever at vedtaket skal kunne klages inn for en domstol.

3 Vilkårene for utsatt offentliggjøring

3.1 Innledende bemerkninger

Det er en forutsetning for å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon at vilkårene i vphl. § 5-3 første ledd er oppfylt, samt at det er gitt underhåndenmelding til regulert marked etter verdipapirforskriften § 5-1. Innholdet i disse vilkårene er tema for inneværende kapittel.

Finansdepartementet har uttalt at adgangen til å utsette offentliggjøring etter vphl. § 5-3 synes å være nokså snever.⁴⁸ Dette følger av fortalen til kommisjonsdirektiv 2003/124/EF punkt 5:

"For at beskytte ustedernes berettigede interesser bør det *under særlige og nøje definerede omstændigheder* være tilladt at udsætte offentliggørelsen af den interne viden. Beskyttelse af investorerne kræver dog, at oplysningerne i sådanne tilfælde behandles fortroligt for at forhindre insiderhandel" (min kursivering).

Vphl. § 5-3 gir kun hjemmel for å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon i en begrenset periode. Bestemmelsen er dermed ikke et unntak fra offentliggjøringsplikten som sådan, men kun en midlertidig adgang foretakene kan påberope seg.⁴⁹

Adgang til å utsette offentliggjøring foreligger kun så lenge vilkårene for slik utsettelse er tilstede. Forholdet skal offentliggjøres umiddelbart når dette ikke lenger er tilfelle.⁵⁰ Begrensningen i vphl. § 5-3 fjerde ledd, som krever umiddelbar offentliggjøring i tilfeller hvor innsideopplysningene er blitt kjent for eller er i ferd med å bli kjent for

⁴⁸ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 49

⁴⁹ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.1

⁵⁰ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 49

uvedkommende, kan i tillegg ytterligere begrense tidsrommet for når utsatt offentliggjøring er tillatt. Ett unntak synes imidlertid å kunne bli aktuelt.

Det forhold som har vært bakgrunn både for at det i utgangspunktet foreligger plikt til å gi informasjon, og for å utsette offentliggjøring, kan tenkes å bortfalle i sin helhet. Et eksempel er forhandlinger som avsluttes uten resultat eller mulighet for gjenopptakelse, og som dermed ikke lenger er informasjonspliktig etter vphl. § 5-2 første ledd. Det virker lite hensiktsmessig å kreve at utsteder skal informere om forhold som ikke lenger har potensiale til å virke inn på prisingen av aksjene, og som dermed ikke er å anse som innsideinformasjon. Kjenner allmennheten til forhandlingene er situasjonen imidlertid en annen, i og med at informasjonen om forhandlingene gjerne vil ha påvirket verdien av aksjene. Se nærmere om hva som kvalifiserer som en villedelse av allmennheten i punkt 3.3.

3.2 Legitim interesse

3.2.1 Generelt om vilkåret

Det sentrale vilkåret for at en utsteder skal ha hjemmel for å utsette offentliggjøring er at en umiddelbar offentliggjøring av det aktuelle forholdet vil skade selskapets legitime interesser. Vphl. § 5-3 andre ledd viser til noen typetilfeller hvor vilkåret typisk vil være oppfylt. Oppregningen er imidlertid ikke-uttømmende. Det kan dermed forekomme andre situasjoner enn de som er angitt i vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1 og 2 hvor utstederforetakets legitime interesser kan skades ved umiddelbar offentliggjøring.

Det må presiseres at det ikke nødvendigvis vil være hjemmel for å utsette offentliggjøring selv om utsteder er i en situasjon som faller inn under typetilfellene i vphl. § 5-3 andre ledd. Om det foreligger en legitim interesse må avgjøres ut ifra en konkret helhetsvurdering. I tillegg må de øvrige vilkårene i vphl. § 5-3 første ledd, samt verdipapirforskriften § 5-1, være oppfylt.

Med bakgrunn i typetilfellene i kommisjonsdirektivet har Finanstilsynet lagt til grunn at det må foreligge en kvalifisert interesseovervekt i foretakets favør for at det skal

foreligge en legitim interesse. Dette innebærer at foretakets behov for konfidensialitet må veie klart tyngre enn markedets behov for informasjon.⁵¹

I det følgende vil først typetilfellene i vphl. § 5-3 andre ledd behandles. Deretter andre situasjoner hvor selskapet kan ha en legitim interesse i utsatt offentliggjøring.

3.2.2 Forhandlinger

Legitime interesser etter vphl. § 5-3 første ledd kan blant annet relatere seg til forhandlingssituasjoner, jf. andre ledd nr. 1 første punktum:

"Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring."

(i) Pågående forhandlinger

De rettslige rammene for begrepet "pågående forhandlinger" byr ikke på særlige tolkningsproblemer. "Forhandlinger" må innebære et visst nivå av kontakt mellom to eller flere parter, gjerne at de kommuniserer med hverandre med et felles mål om en avtale. Forhandlingene må som et minimum være av en slik karakter at de er informasjonspliktig innsideinformasjon, jf. vphl. § 3-2 andre ledd, jf. § 5-2 første ledd. Videre følger det av ordlyden at forhandlingene må være påbegynt, men ikke kan være avsluttet, jf. kravet om at de må være "pågående".

(ii) Tilhørende omstendigheter

Det kan stilles spørsmål ved hva som omfattes av begrepet "tilhørende omstendigheter". I det følgende vil det redegjøres for noen mulige typetilfeller.

Den nedre grensen må trekkes ved omstendigheter som ikke er omfattet av innsidebegrepet, og som dermed heller ikke er opplysningspliktige etter vphl. § 5-2.

⁵¹ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.3

Dette vil for eksempel være undersøkelser i form av en begrenset due diligence basert på offentlig tilgjengelig informasjon.

Det kan imidlertid forekomme situasjoner hvor utsteder i utgangspunktet har informasjonsplikt før forhandlingene har startet. Dette var tilfelle i børsstyrets vedtak 23. april 2008,⁵² der børsen ila Fast Search & Transfer ASA overtredelsesgebyr grunnet manglende underhåndenmelding. I vedtaket ble informasjonsplikten senest ansett å inntreffe da det ble inngått et tillegg til en foreliggende "non-disclosure agreement", hvor det fremkom at den ene parten vurderte å fremme et oppkjøpstilbud på den andre parts aksjer.

En "non-disclosure agreement" er en konfidensialitetsavtale med den hovedfunksjon å beskytte partene i avtalen mot at sensitiv informasjon om partens selskap, know-how, patenter og lignende som deles med forhandlingspartner i forbindelse med en avtaleinngåelse, lekkes av den andre parten.⁵³

Børsstyret uttalte i vedtaket at de i utgangspunktet anså vilkårene for utsatt offentliggjøring oppfylt. Det vil være hensiktsmessig, og det synes også å være børsstyrets mening, at et slikt ledd i prosessen kan være et typetilfelle som omfattes av begrepet "tilhørende omstendigheter".

Det kan være uheldig å kreve offentliggjøring av et slikt innledende forhandlingssteg som en konfidensialitetsavtale representerer. Det vil kunne bidra til å villedde allmennheten om inngåelsen av en konfidensialitetsavtale offentliggjøres, mens de videre forhandlinger unntas offentliggjøring etter vphl. § 5-3. Viser det seg at forhandlingene ikke fører frem, vil for eksempel allerede utførte handler med tiltro til en avtale mellom partene kunne bidra til feilprising av selskapenes aksjer. Det vil også være vanskeligere å sikre en konfidensiell behandling av opplysningene om muligheten for forhandlinger mellom partene er kjent. Aktørene på markedet vil da ha et insentiv, basert på mulig fortjeneste, til å prøve å skaffe seg kjennskap til den reelle situasjonen.

⁵² OBS-2008-2

⁵³ Radack (1994) s. 68

Det antas at situasjonen vil være den samme for intensjonsavtaler, slik at også de vil kunne være omfattet av begrepet "tilhørende omstendigheter". En intensjonsavtale er et foreløpig dokument mellom to forhandlingsparter, som i skisseform angir hensikten, for eksempel avtaleinngåelse, og noen hovedpunkter ved en fremtidig kontrakt partene ønsker skal komme i stand.⁵⁴ En intensjonsavtale vil på samme måte som en konfidensialitetsavtale gi signaler om kommende forhandlinger og eventuell avtaleinngåelse.

Et annet typetilfelle kan være der det er utstedt et såkalt comfort letter. Disse kan være særlig aktuelle i refinansieringsforhandlinger. Comfort letters er erklæringer lignende garantier, og gis gjerne i forbindelse med at et annet rettssubjekt tar opp lån. Selv om en slik erklæring i utgangspunktet ikke er rettslig bindende på samme måte som en ubetinget garanti, kan den ha betydning for långivers risikovurdering.⁵⁵ Et eksempel kan være en situasjon hvor et datterselskaps finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet. En erklæring fra morselskapet i form av et comfort letter overfor banken kan da være avgjørende for utfallet av refinansieringsforhandlingene.

I og med at opplysningene om et comfort letter i nevnte tilfelle vil gi klare signaler om den økonomiske situasjonen i et selskap, synes det å kunne legges til grunn at erklæringen er å anse som innsideinformasjon, og dermed at selskapet i utgangspunktet har informasjonsplikt. Det synes lite tvilsomt at markedets kjennskap til at et selskap er i en vanskelig økonomisk situasjon kan påvirke resultatet av påfølgende refinansieringsforhandlinger. Dette er også lagt til grunn i vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1 siste punktum. Det vil dermed i visse situasjoner være grunn til å anse comfort letters som "tilhørende omstendigheter", jf. vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1.

Når det gjelder de deler av en avtaleprosess som typisk skjer i etterkant av forhandlingene, vil det være hensiktsmessig at også closingprosedyrer kan unntas offentliggjøring frem til endelig avtale har kommet i stand. Prosedyren innebærer gjerne at partene etter å ha undertegnet en hovedkontrakt har et avsluttende closingmøte hvor avtalepartene legger frem diverse dokumentasjon som er nødvendig for å gjennomføre

⁵⁴ Woxholth (2006) s. 162-163

⁵⁵ ibid. s. 169-170

avtalen. Dette kan blant annet være offentlige godkjenninger, autorisasjoner eller kvitteringer som godtgjør at gjeldsforpliktelser er innfridd. Gjennomføringen av møtet, og inngåelsen av den endelige closingavtalen, er en forutsetning for at hovedavtalen skal bli rettskraftig.⁵⁶

Et tilfelle hvor utsteders legitime interesser kan skades ved offentliggjøring før closingprosedyren er fullført, er der en konkurrent kommer med et bedre tilbud til kjøper etter at en salgskontrakt er offentliggjort, men hvor closing fortsatt gjenstår.⁵⁷

Det vil etter dette være naturlig å anse closing som et eksempel på en "tilhørende omstendighet", jf. vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1. Finanstilsynet har også lagt dette til grunn i forarbeidene til bestemmelsen.⁵⁸

Det er sentralt at den endelige avtalen fortsatt ikke er rettslig bindende, da det på dette tidspunktet i utgangspunktet ikke lenger er anledning til å utsette offentliggjøring. Skillet mellom pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter, og omstendigheter som faller utenfor begrepene, vil dermed være naturlig å trekke ved tidspunktet for avtalens rettskraft. Dette antas også å måtte gjelde i tilfeller hvor den endelige signering av en avtale kun er en formalitet, i og med at partene etter alminnelige kontraktsrettslige prinsipper kan fragå avtalen inntil den er rettslig bindende.⁵⁹

Det vil imidlertid kunne forekomme situasjoner hvor utsteder også etter at en avtale er rettskraftig, har hjemmel for å utsette offentliggjøring. Det uttales i børsstyrets vedtak 24. januar 2007, som det henvises til i Børsklagenemndens vedtak 14. mars 2007⁶⁰ punkt 4.2:

"Der en avtale er undertegnet, vil vilkårene for utsatt offentliggjøring som utgangspunkt ikke foreligge. Dersom det inntreffer forhold mellom undertegning og offentliggjøring

⁵⁶ Woxholth (2006) s. 168-169

⁵⁷ CESR/ 06-562b punkt 2.8

⁵⁸ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.3

⁵⁹ Hansen (2009) punkt 5

⁶⁰ OBKN-2007-1

av en avtale som gjør det usikkert om avtalen står seg, vil adgangen til utsatt offentliggjøring likevel kunne være til stede."

Dette synes imidlertid å være et snevert unntak idet tidsrommet mellom undertegning og offentliggjøring, om loven følges, vil være kort.

(iii) Kravet til sannsynlighet

Det kan stilles spørsmål ved hva som menes med at resultat eller normal gjennomføring av pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter *må forventes* å bli påvirket av offentliggjøring, jf. vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1 første punktum.

Finanstilsynet fant det hensiktsmessig å stille et krav om at forhandlingene "må forventes" å bli påvirket, for å gjennomføre kravet "would be likely to be affected" i den engelske språkversjonen av kommisjonsdirektiv 2003/124/EF artikkel 3 nr. 1 bokstav a. Tilsynet har lagt til grunn at dette innebærer et krav om sannsynlighetsovervekt.⁶¹ Denne tolkningen synes å være i samsvar med ordlyden i den engelske versjonen.

Den danske versjonen av kommisjonsdirektivbestemmelsen krever imidlertid at forhandlingene "vil kunne" påvirkes av offentliggjøring. Etter den danske versjonen synes det dermed ikke å kunne innfortolkes et krav om sannsynlighetsovervekt, selv om det ikke er åpenbart hvordan begrepet skal tolkes.

Det kan vanskelig angis ett bestemt sannsynlighetsnivå for når forhandlinger "vil kunne" påvirkes, og det ville nok heller ikke være til særlig hjelp i praksis. En nedre grense må imidlertid kunne trekkes ved de helt fjerntliggende mulighetene. Det vil antagelig alltid være en viss risiko for at forhandlinger kan bli påvirket av offentliggjøring. At det foreligger en legitim interesse uansett sannsynlighetsnivå vil dermed innebære en for vid tolkning av vilkåret.

⁶¹ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.3

På den annen side synes det etter en normal språklig forståelse ikke å kunne kreves sannsynlighetsovervekt. Begrepet fremstår som langt mer "forsiktig" enn det som vanligvis er tilfelle i slike tilfeller. Kravet om at forhandlingene "vil kunne" påvirkes antas dermed å innebære at det må være en reell risiko for påvirkning, og at denne ikke er for fjerntliggende.

Da det ikke ser ut til å være samsvar mellom språkversjonene er det nødvendig å sammenligne flere av de offisielle tekstene. I den tyske og svenske versjonen er det naturlig å innfortolke et krav om sannsynlighetsovervekt, jf. henholdsvis begrepene "wahrscheinlich" (sannsynligvis) og "kan förväntas". I den franske og italienske versjonen brukes imidlertid begrepene "risquerait d'affecter" (kan påvirke) og "possa comprometterne" (kan påvirke), som begge taler imot et slikt krav.

Arbeidsspråket i EF-domstolen er fransk, men i Kommisjonen brukes også engelsk, og undertiden tysk.⁶² Å konkludere i den ene eller annen retning synes det dermed ikke å være grunnlag for i dette tilfellet.

At adgangen til å utsette offentliggjøring er ment å være snever kan være et argument for Finanstilsynets tolkning, jf. fortalen til kommisjonsdirektiv 2003/124/EF punkt 5. Det antas imidlertid at det ofte vil være vanskelig å vurdere om det er sannsynlighetsovervekt for at forhandlingene vil påvirkes. Spesielt ved tilsynsmyndighetens etterfølgende vurdering av forholdet. Konsekvensen av en slik tolkning synes dermed å være at utstederforetakets vurdering ofte vil legges til grunn. Praksis på området, hvor spørsmålet til nå ikke har vært avgjørende, tyder på dette.

I børsstyrets vedtak 3. oktober 2008⁶³ ser det ikke ut til at børsen praktiserer et krav om sannsynlighetsovervekt. Børsstyret uttaler i vedtaket at det kan ha foreligget en legitim interesse "fordi en offentliggjøring *ville kunne* forstyrre en slik bookbuilding til skade for selskapet" (min kursivering), jf. vedtakets punkt 6.2. Videre har børsstyret i en annen sak uttalt at børsen ikke har grunnlag for å overprøve selskapets vurdering av at motparten ved en offentliggjøring "*ville kunne* fremme krevende vilkår" (min

⁶² EØS-rett (2004) s. 43

⁶³ OBS-2008-7

kursivering).⁶⁴ Det synes lite hensiktsmessig å stille et krav det virker svært vanskelig for tilsynsmyndigheten å etterprøve om er oppfylt, og som dermed tilsynelatende blir oversett i praksis.

Reelle hensyn taler etter dette for å legge ordlyden i blant annet den danske språkversjonen til grunn, slik at en reell, og ikke for fjerntliggende, risiko for påvirkning vil være nok. Dette er lettere å etterprøve, og vil gjøre rettstilstanden klarere for dem som er underlagt bestemmelsene om løpende informasjonsplikt. Det ser ut til at utstederselskapene, slik regelverket praktiseres nå, ikke er avhengige av å følge lovkravet om sannsynlighetsovervekt for å unngå overtredelsesgebyr.

(iv) Kravet til påvirkning

Etter ordlyden i vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1 vil enhver påvirkning av resultat eller normal gjennomføring av en avtaleprosess tilsynelatende medføre at vilkåret om legitim interesse er oppfylt. Det kan imidlertid tenkes at hensynet til markedets behov for informasjon vil veie tyngre enn selskapets behov for hemmelighold hvis resultatet kun i liten grad blir påvirket av offentliggjøring.

Idet vphl. § 5-3 andre ledd gir henvisning på typetilfeller hvor utsteder *kan* ha en legitim interesse i utsettelse, og det dermed må gjøres en konkret helthetsvurdering av hvorvidt vilkåret er oppfylt, er det ikke utelukket å innfortolke et kvalitativt krav til påvirkningen.

En mulig situasjon hvor et slikt krav kan bli aktuelt, om enn satt litt på spissen, kan være ved inngåelse av en milliardavtale der det eneste grunnlaget for utsettelse er at en konkurrent vil kunne tilby et rimeligere del-produkt verdt for eksempel én million kroner av den totale kontraktssummen. I et slikt tilfelle vil avtalens størrelse, sett i forhold til skadepotensialet for selskapet, tale for at hensynet til markedets informasjonsbehov veier tyngre enn hensynet til utsteder.

⁶⁴ OBS-2008-1 punkt 3.2.3

Det pretenderes ikke at dette ofte vil være en aktuell problemstilling, men det synes like fullt å være en konsekvens av Finanstilsynets uttalelse om at foretakets behov for konfidensialitet må veie *klart tyngre* enn markedets behov for informasjon. Vil offentliggjøring ha en svært begrenset innvirkning på resultat eller gjennomføring av en avtaleprosess, antas det dermed at utsteder bør være tilbakeholden med å utsette offentliggjøring.

Trolig vil det imidlertid ofte være problematisk å vurdere i hvor stor grad forhandlingene vil kunne bli påvirket av offentliggjøring, og da kanskje spesielt for børsen. Å stille strenge krav til påvirkningens omfang synes dermed lite hensiktsmessig, i og med at det vil være vanskelig for utstederforetakene å vurdere, og for børsen å etterprøve. Om det derimot fremstår som rimelig klart at skadepotensialet relativt sett var lite, bør børsen etter en helhetsvurdering kunne ilegge overtredelsesgebyr.

En aktuell situasjon hvor det kan stilles spørsmål ved om kravet til påvirkning bør anses oppfylt er der offentliggjøring av pågående forhandlinger vil kunne skade utstederforetakets forhandlingsposisjon. Offentliggjøring kan legge press på utsteder for å få til en endelig avtale, da offentliggjorte forhandlinger som ikke fører frem ofte vil gi negativt utslag på aksjene. Spesielt der det dreier seg om større avtaler.

Utstederforetakets svekkede forhandlingsposisjon vil kunne utnyttes av forhandlingsmotparten for å fremme egne interesser, for eksempel ved å kreve gunstigere vilkår. Å anse kravet om påvirkning oppfylt i slike tilfeller vil kunne undergrave forutsetningen om at adgangen til å utsette offentliggjøring er snever, jf. fortalen til kommisjonsdirektiv 2003/124/EF punkt 5. Det vil i tilfelle kunne føre til at vilkåret om legitime interesser er oppfylt i et stort antall forhandlingssituasjoner, da det er sannsynlig at en forhandlingspart ofte vil utnytte motpartens svakheter for å få best mulig avtalevilkår. Et unntak kan være der partene er likeverdige, og begge er børsnotert, slik at ønsket om ikke å "skuffe" markedet er det samme hos begge parter.

Børsstyrets vedtak 27. mars 2008⁶⁵ gjaldt flere forhold knyttet til refinansiering i selskapet Global Geo Services ASA (GGS). GGS uttalte at de "anså at en offentliggjøring av de pågående forhandlingene ville skade selskapets forhandlingsposisjon. Motparten ville kunne fremme krevende vilkår i visshet om at selskapet hadde et press på å lykkes grunnet offentliggjøringen", jf. vedtakets punkt 3.2.1. Børsstyret vurderte forholdet ut ifra vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1 første setning, og uttalte at børsen ikke har grunnlag for å overprøve selskapets vurdering, jf. vedtakets punkt 3.2.3. Det ble derfor lagt til grunn at GGS hadde legitime interesser i å utsette offentliggjøring.

Det fremkommer ikke av vedtaket hva som er ment med "krevende vilkår". Heller ikke hvilken grad av påvirkning børsen krever. Vedtaket tyder imidlertid på at børsen er tilbøyelig til å anse en svekket forhandlingsposisjon som en legitim interesse. Som en konsekvens av dette vil vilkåret om legitim interesse etter børsens syn antagelig ofte være oppfylt i slike tilfeller, siden muligheten til å overprøve selskapets vurdering vil være svært begrenset. Forholdet mellom forhandlingsparter er vanskelig å vurdere for utenforstående.

Oslo Børs' uttalelse i vedtaket åpner for en problemstilling av mer generell karakter: om vilkåret om legitim interesse kan anses oppfylt selv om dette ikke er etterprøvbart.

Det beror på en skjønnsmessig vurdering hvorvidt utsteder har en legitim interesse i å utsette offentliggjøring. Det bør imidlertid kunne kreves et visst faktisk grunnlag som underbygger den vurdering utsteder har gjort, slik at rene antagelser ikke er nok til å oppfylle vilkåret. Det ville uthule regelverket å legge avgjørende vekt på utsteders subjektive oppfatning der det ikke er mulig å etterprøve om vurderingen er forsvarlig.⁶⁶

Det har vært hevdet,⁶⁷ men antas ikke å være et argument mot et krav om etterprøvbarhet, at dette snur bevisbyrden. Og at det dermed blir opp til utsteder å bevise sin uskyld. Når problemstillingen om hvorvidt utsteder hadde hjemmel for å

⁶⁵ OBS-2008-1

⁶⁶ OBKN-2007-1 punkt 6.2

⁶⁷ *ibid.*

utsette offentliggjøring er avgjørende, vil hovedregelen om informasjonsplikt i vphl. § 5-2 allerede være overtrådt. Det bør være utsteders oppgave å vise til de forhold som tilsier at det var hjemmel for utsettelse, all den tid det er klart at foretaket har handlet i strid med hovedregelen. Det synes dermed ikke å være grunnlag for å presumere at vilkåret om legitim interesse er oppfylt inntil det er motbevist av børsen.

Oslo Børs' praksis er imidlertid ikke helt ensartet når det gjelder synet på etterprøvbarehet. I Børsklagenemndens vedtak 14. mars 2007⁶⁸ fremgår det at både nemnden og børsstyret legger til grunn at det må foreligge et visst minimum av etterprøvbare omstendigheter for at vilkårene for å utsette offentliggjøring skal være oppfylt. Vedtaket er truffet før vedtaket vedrørende Global Geo Services ASAs informasjonsbehandling, men det er ingen uttalelser i sistnevnte vedtak som tyder på at børsstyret har ment å gå bort ifra tidligere praksis.

I en uttalelse 19. oktober 2009⁶⁹ om den løpende informasjonsplikten, har Oslo Børs uttalt at det skal mye til for at børsen vil overprøve utsteders vurdering, dersom utsteder mener å få sine legitime interesser skadet ved umiddelbar offentliggjøring. Også denne uttalelsen trekker i retning av at børsen vil legge avgjørende vekt på utsteders subjektive vurdering.

Rettstilstanden synes etter dette å være uklar, idet børsen ikke har uttalt seg om den uensartede praksisen. Uttalelsene i to av sakene kan tyde på at Oslo Børs har lagt opp til en vel romslig praksis når det gjelder vilkåret om legitim interesse. En streng praktisering av regelverket kan imidlertid medføre at selskaper i større grad vil utsette offentliggjøring rettsstridig. I slike tilfeller vil børsen sannsynligvis ikke få underhåndenmelding om utsettelsen, da det vil gjøre børsen oppmerksom på bruddet på informasjonsplikten. Dette medfører at børsen ikke får mulighet til å overvåke aksjen, som igjen vil føre til at risikoen for store skadevirkninger ved misbruk vil øke.

Det er mulig at Oslo Børs' praksis er hensiktsmessig for å ivareta et velfungerende finansmarked, og at det i mange situasjoner vil være svært vanskelig for utsteder å

⁶⁸ OBKN-2007-1

⁶⁹ OB-2009-25

påvise en legitim interesse, selv der vilkåret faktisk er oppfylt. Børsens praksis synes imidlertid ikke å være i samsvar med vphl. § 5-3 sin rolle som snever unntaksbestemmelse.

3.2.3 Refinansieringsforhandlinger

Utover det generelle typetilfellet vedrørende forhandlinger i vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1 første punktum, heter det i siste punktum:

"I særdeleshet der utsteders finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utsteders langsiktige finansielle situasjon."

(i) Hvilken informasjon kan utsettes offentliggjort

Det kan stilles spørsmål ved om det kun er hjemmel for å utsette offentliggjøring av opplysninger om refinansieringsforhandlingene, eller om opplysningene om den finansielle situasjonen i seg selv også er omfattet. Det må presiseres at vphl. § 5-3 ikke gir hjemmel for å utsette offentliggjøring av opplysninger som er informasjonspliktige etter reglene om periodisk informasjonsplikt i vphl. kapittel 5 II.

Storbritannias Financial Services Authority (FSA), som tilsvarende det norske Finanstilsynet, har utformet en håndbok med aktuelle rettsregler og veiledninger.⁷⁰ FSA har fastsatt at det i refinansieringstilfellene ikke er tillatt å utsette offentliggjøring av opplysninger om at utsteder er i finansielle problemer eller at den finansielle situasjonen forverres, jf. Disclosure Rules and Transparency Rules punkt 2.5.4. Adgangen til å utsette offentliggjøring er etter håndboken begrenset til opplysningene om at utsteder er i refinansieringsforhandlinger, og innholdet av disse. Dette gjelder selv om en offentliggjøring av den finansielle situasjonen vil påvirke utfallet av refinansieringsforhandlingene. Spørsmålet er etter dette om den norske bestemmelsen

⁷⁰ Financial Services Authority (2009)

skal tolkes på samme måte, og om tolkningen er i samsvar med markedsmisbruksdirektivet.

For å komme frem til innholdet i typetilfellet i vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1 siste punktum er det naturlige utgangspunkt ordlyden i bestemmelsen. Etter ordlyden er det rimelig klart at det ikke er refinansieringsforhandlingene, men opplysningene om at utsteders finansielle situasjon er alvorlig eller umiddelbart truet, som kan utsettes offentliggjort. Vilkåret er at offentliggjøring vil undergrave utfallet av refinansieringsforhandlingene til skade for eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser. Dette er i direkte motstrid med en presumsjon om at det kun er opplysninger om forhandlingene som kan utsettes offentliggjort.

Videre synes avgrensningen mot gjeldsforhandlings- og insolvenstilfellene også å underbygge det syn at det er opplysninger om den finansielle situasjonen som kan utsettes offentliggjort etter bestemmelsens siste punktum. Avgrensningen ville være lite hensiktsmessig sett i forhold til om det kun var refinansieringsforhandlingene som kunne hemmeligholdes.

Det forutsettes også i forarbeidene til vphl. § 5-3 at det er opplysninger om den finansielle situasjonen som kan utsettes offentliggjort. Finanstilsynet har i forbindelse med avgrensningen mot insolvens uttalt:

"Videre finner Kredittilsynet det naturlig å forstå direktivteksten slik at selskapet ikke kan utsette offentliggjøring av dets vaskelige finansielle situasjon når den er så alvorlig at insolvens foreligger."⁷¹

Når det gjelder tolkningen av kommisjonsdirektiv 2003/124/EF artikkel 3 nr. 1 bokstav a, taler også ordlyden i den franske, engelske, tyske, danske og svenske språkversjonen imot den tolkning FSA har lagt til grunn. At utfallet av refinansieringsforhandlingene vil undergraves fremstår også i disse versjonene kun som et vilkår for å utsette offentliggjøring av opplysninger om den finansielle situasjonen.

⁷¹ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.3

Det er for øvrig ingen holdepunkter i EU-rettens for- og etterarbeider som tilsier at bestemmelsen skal tolkes slik FSA har gjort. Det synes etter dette ikke å være grunnlag for å fravike Finanstilsynets tolkning.

(ii) Avgrensningen mot gjeldsforhandling og insolvens

Vilkåret om legitim interesse vil ikke være oppfylt i tilfeller hvor den økonomiske situasjonen er så alvorlig at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent.

Adgangen til å beslutte å begjære gjeldsforhandling etter konkursloven § 1 ligger hos styret i utstederselskapet, jf. asal. § 6-18 første ledd. For slik begjæring er det en forutsetning at selskapet ikke kan oppfylle sine forpliktelser etter hvert som de forfaller, altså at selskapet er illikvid.⁷² Bakgrunnen for at det ikke er hjemmel for utsatt offentliggjøring i tilfeller hvor det er besluttet å begjære gjeldsforhandling, er at en slik begjæring raskt vil bli kjent for et stort antall personer. I tillegg skal en eventuell åpning av gjeldsforhandling som hovedregel offentliggjøres, jf. konkursloven § 6. Dette ville åpenbart stride mot vilkåret i vphl. § 5-3 første ledd om konfidensiell behandling av opplysningene.⁷³

Når det i vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1 er avgrenset mot tilfeller der det er *besluttet* å begjære gjeldsforhandling, synes hensynet til konfidensialitet å være eneste begrunnelse for avgrensningen. Det kan anføres at utsteder er i en så alvorlig finansiell situasjon om gjeldsforhandling *kan* begjæres, at hensynet til markedets behov for informasjon vil måtte veie tyngre enn utsteders behov for konfidensialitet. Finanstilsynet synes imidlertid ikke å ha lagt dette til grunn. Både forarbeidene, som kun nevner hensynet til konfidensialitet,⁷⁴ og ordlyden i bestemmelsen tyder på at det vil være hjemmel for å utsette offentliggjøring selv om utsteder er illikvid, forutsatt at det ikke er besluttet å begjære gjeldsforhandling. Videre ville avgrensningen mot insolvens være overflødig om utsettelsesadgangen avbrytes allerede ved illikviditet.

⁷² NOU 1972:20 s. 120

⁷³ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.3

⁷⁴ l.c.

Tolkningen er tilsynelatende i samsvar med kommisjonsdirektiv 2003/124/EF artikkel 3 nr. 1 bokstav a. Direktivbestemmelsen avgrenser adgangen til å utsette offentliggjøring i refinansieringstilfellene kun mot de tilfeller hvor utsteders finansielle situasjon faller "ind under den gældende lovgivning om insolvens". Den danske definisjonen av insolvens tilsvarer imidlertid ikke den norske⁷⁵ fullt ut, da det ikke stilles krav om insuffisiens. Poenget synes likevel å være at insolvens etter begge lands rett utløser fordringshavers rett til å begjære konkursbehandling.⁷⁶ At vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1 siste punktum ikke avgrenser mot illikviditet antas dermed å være i samsvar med kommisjonsdirektivet.

I tilfeller hvor en utsteder er insolvent, jf. konkursloven § 61, antas hensynet til markedets behov for informasjon å veie vesentlig tyngre enn selskapets behov for konfidensialitet. Informasjon om insolvens må dermed offentliggjøres umiddelbart i samsvar med vphl. § 5-2 første ledd. Investorenes tiltro til markedet ville kunne svekkes betraktelig om det var åpnet fra lovgivers side for å tilbakeholde slik informasjon. Investorene ville kunne risikere å kjøpe aksjer i et insolvent selskap uten at denne informasjonen var tilgjengelig i markedet.

At en offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved at utfallet av refinansieringsforhandlinger undergraves, jf. vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1 siste punktum, vil mest praktisk være tilfelle om forhandlingene vil hindre at utsteder går mot konkurs. En konkurs vil føre til tap for aksjeeierne ved at aksjene ikke lenger har noen verdi, og for långivere som kanskje bare får dekket deler eller ingenting av utlånsbeløpet.

(iii) Tidsbegrensningen i refinansieringstilfellene

Etter vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1 siste punktum kan offentliggjøring kun utsettes for en *begrenset periode*. Finansdepartementet har uttalt at utsettelse i det lengste vil tillates

⁷⁵ Insolvens innebærer etter norsk rett at utsteder er illikvid, at betalingsudyktigheten ikke antas å være forbigående, og at det foreligger insuffisiens. Kilde: NOU 1972:20 s. 120-121

⁷⁶ Konkursloven § 60 og konkursloven (Danmark) § 17

mens forhandlingene pågår.⁷⁷ Finanstilsynet har antatt at adgangen til utsettelse dermed vil kunne bli kortere enn i andre forhandlingssituasjoner.⁷⁸ Formålet med dette synes å være å gi et ekstra vern for aksjeeiere og långivere som i slike tilfeller risikerer betydelige tap. Det bør derfor ikke være hjemmel for at et selskap skal kunne tilbakeholde informasjon om at den finansielle situasjonen er kritisk over lengre tid.

Tidsrommet for når et selskap har hjemmel for å utsette offentliggjøring avbrytes i utgangspunktet når vilkårene i vphl. § 5-3 første ledd ikke lenger er til stede, eller ved lekkasjer etter bestemmelsens fjerde ledd. I refinansieringstilfellene synes det derimot som om meningen skal være at det dreier seg om et kortere tidsrom.

Oslo Børs har uttalt at det tidsmessig må være anledning til å gjennomføre refinansieringsforhandlingene, jf. børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.3.2. Børsen har imidlertid satt forutsatt at det må være en viss sannsynlighet for at forhandlingene skal føre frem. Det bør som et minimum kreves sannsynlighetsovervekt, idet det må antas å stride mot tidsbegrensningen å tillate å prøve alternativer som sannsynligvis ikke vil lykkes.

For utsteder, som ikke har mulighet til å berge deler av egne midler før en konkurs, ville det beste åpenbart være å ha mulighet til å prøve alle alternativer før offentliggjøring. Det synes derimot ikke å være rom for å prøve ut flere refinansieringsalternativer når de sannsynlige alternativene er utprøvd. Dette ivaretar interessene til eksisterende og potensielle aksjeeiere og långivere, som fortsatt kan berge noe av sine verdier.

Den reelle konsekvensen av tidsbegrensningen, sett i forhold til forhandlingssituasjonen i vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1 første punktum, er etter dette usikker. Så lenge utstederforetakene innrømmes tid til å fullføre refinansieringsforhandlingene, er det ikke gitt at perioden hvor opplysningene om den finansielle situasjonen hemmeligholdes generelt vil bli kortere enn i de "normale" forhandlingssituasjonene. Snarere tvert imot. I motsetning til der det ofte vil dreie seg om én forhandlingsprosess i de "normale" tilfellene, kan opptil flere refinansieringsalternativer være aktuelle. Dette

⁷⁷ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 49

⁷⁸ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.3

kan tyde på at tidsbegrensningen ikke hovedsakelig relaterer seg til hvor lenge offentliggjøring normalt vil utsettes, men at den setter en kvalitativ begrensning for de refinansieringsalternativer som kan utprøves, slik børsen har antatt. En viss progresjon må imidlertid kunne kreves. Det kan utover dette åpenbart ikke være rom for å utsette offentliggjøring der utsteder ikke har noen annen plan enn å håpe på at det skal dukke opp en løsning.

Det er ikke holdepunkter for å anta at Oslo Børs' tolkning av tidsbegrensningen er i motstrid med markedsmisbruksdirektivet. Om bare deler av forhandlingsforløpet i refinansieringstilfellene skulle tillates hemmeligholdt ville det ikke være noen grunn til å tillate utsettelse overhodet.

(iv) Kravet til at utfallet undergraves og sikring av den langsiktige finansielle situasjon

For at utsteder skal kunne ha en legitim interesse etter typetilfellet i vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1 siste punktum, må offentliggjøring undergrave utfallet av refinansieringsforhandlingene. Det kan dermed stilles spørsmål ved hva som ligger i dette kravet.

Rent språklig må forhandlingene anses å undergraves når offentliggjøring tar bort grunnlaget for at partene kan komme til enighet, slik de ville gjort om opplysningene om situasjonen forble konfidensielle.

Både rent språklig og etter sammenhengen i vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1, synes det dermed ikke å være nok at refinansieringsforhandlingene *påvirkes*, slik som etter bestemmelsens første punktum. Den ulike språkbruken i første og andre setning, samt at det er opplysninger av stor betydning som hemmeligholdes, trekker i retning av at utfallet undergraves når offentliggjøring vil medføre at det *ikke* kommer i stand en refinansieringsavtale.

Dette kan være tilfelle om en offentliggjøring av den økonomiske situasjonen fremskynder konkurs. Er utsteder slått konkurs vil det ikke lenger være aktuelt med refinansiering. Konkurs kan fort bli resultatet av svekket tillit til utsteders levedyktighet

blant medkontrahenter, investorer og andre. Et eksempel er leverandører som frykter manglende betalingsevne, og derfor avbryter leveranser som er nødvendige for selskapets inntjeningsevne.

Et annet eksempel er der svekket levedyktighet grunnet offentliggjøring, uten at utsteder er konkurs, medfører at forhandlingspartner anser det som for risikabelt å inngå en refinansieringsavtale. Eventuelt at det blir stilt "umulige" vilkår.

Til slutt krever vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1 siste punktum at refinansieringsforhandlingene skal sikre utstедers langsiktige finansielle situasjon. Det ligger dermed i ordlyden at det ikke er tilstrekkelig for utsettelse at utsteder er i forhandlinger med foretakets kreditorer eller potensielle långivere, dersom hensikten er å oppnå en kortsiktig løsning.⁷⁹

3.2.4 Godkjenning fra annet selskapsorgan

Etter vphl. § 5-3 andre ledd nr. 2 kan legitime interesser i bestemmelsens første ledd relatere seg til:

"Beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utstедers organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne villedde allmennhetens korrekte vurdering av forholdet."

To kumulative vilkår må være oppfylt. For det første må det være nødvendig for det selskapsorgan som har forestått forarbeidet til beslutningen eller kontrakten å få endelig godkjenning av et annet selskapsorgan. Dette vil være tilfelle om det følger av loven eller selskapets vedtekter at vedkommende selskapsorgan ikke har kompetanse til å forplikte selskapet i den aktuelle saken.⁸⁰ For det andre må allmennheten kunne villedes av offentliggjøring uten at endelig godkjenning foreligger. Dette vilkåret vil ikke være

⁷⁹ Finanstilsynets høringsnotat av 1. mars 2004 punkt 8.2.2

⁸⁰ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.3

oppfylt med mindre det er reell usikkerhet knyttet til vedkommende selskapsorgans beslutning.⁸¹

Tilfellene hvor det kreves godkjennelse fra annet selskapsorgan vil i hovedsak være der hvor beslutningen eller kontrakten er av uvanlig art eller stor betydning, og derfor ikke er omfattet av daglig leders myndighetsområde, jf. asal. § 6-14 andre ledd. I slike tilfeller vil det være underlagt styret å treffe en avgjørelse i saken. I selskaper med bedriftsforsamling vil visse avgjørelser kunne være underlagt bedriftsforsamlingen, jf. asal. §§ 6-35 og 6-37 fjerde ledd. Vedtektene kan også bestemme når en sak skal legges frem for styret eller eventuell bedriftsforsamling.

"Annet selskapsorgan" vil som oftest være styret. Ved styrebehandling vil kun et begrenset antall personer nødvendigvis måtte få tilgang til opplysningene. Må en sak derimot fremlegges for bedriftsforsamlingen, og det hefter slik reell usikkerhet ved bedriftsforsamlingens avgjørelse at utsatt offentliggjøring er aktuelt, kan det være vanskeligere å forsikre seg om at kravet til at opplysningene skal behandles konfidensielt tilfredsstilles. Oslo Børs har uttalt om dette:

"Både det forhold at flere personer involveres i prosessen, og at prosessen i seg selv går over en lengre periode er med på å gjøre det vanskeligere å holde informasjonen konfidensiell. Selskapene må således vurdere fortløpende om faren for lekkasje tilsier at markedet bør få informasjon selv om det fremdeles er usikkerhet knyttet til en endelig beslutning."⁸²

Oslo Børs legger her til grunn at selskapet må vurdere fortløpende om en fare for lekkasje tilsier at markedet bør få innsideinformasjonen. Det kan dermed stilles spørsmål ved om utsteder *kan* utsette offentliggjøring ved fare for lekkasje.

Vphl. § 5-3 fjerde ledd krever umiddelbar offentliggjøring ved *mistanke* om at innsideopplysninger er blitt kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende, jf. høringsnotatet punkt 3.3.5. En mistanke om at et slikt forhold har inntrådt, eller vil

⁸¹ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.3

⁸² Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.3.3

inntre, antas å kreve noe mer enn at man er klar over faren for lekkasje. Dette taler for at en fare for lekkasje i utgangspunktet ikke avskjærer muligheten for utsatt offentliggjøring. Det ville være lite praktisk, da det alltid vil foreligge en viss fare for at slike opplysninger tilflyter markedet. Utstederforetakene må imidlertid vurdere situasjonen fortløpende, og da spesielt når bedriftsforsamlingen får kjennskap til innsideinformasjon, siden det fort kan foreligge en situasjon hvor utsteder har en mistanke om lekkasje.

Det følger av vphl. § 5-3 andre ledd nr. 2 at godkjenning fra annet selskapsorgan må være en følge av utsteders organisering. Finanstilsynet har lagt til grunn at det i utgangspunktet ikke er tilstrekkelig at det tas et alminnelig forbehold, fastsatt i avtale,⁸³ om godkjennelse fra annet selskapsorgan, da det ville åpne for omgåelser.⁸⁴

Et eksempel er om daglig leder tar forbehold om styregodkjennelse i en sak hvor slik godkjennelse ikke er nødvendig. Dersom vilkåret om legitim interesse skulle anses oppfylt i slike tilfeller ville utstederforetakene kunne omgå regelverket ved å ta styreforbehold i enhver avtalesituasjon hvor de ønsker å utsette offentliggjøring.

Hvorvidt det utgjør noen realitetsforskjell å fastslå at det ikke er tilstrekkelig med et alminnelig avtaleforbehold er imidlertid usikkert. De tilfeller hvor det vil kunne bli aktuelt med et avtalemessig forbehold om godkjennelse fra annet selskapsorgan, og hvor behovet for slik godkjennelse ikke følger av selskapslovgivningen, antas i utgangspunktet å dreie seg om mindre viktige avgjørelser i den normale driften av selskapet, jf. asal. § 6-14 andre ledd. Det er tvilsomt om forutsetningen i vphl. § 5-3 andre ledd nr. 2 om at allmennheten må kunne villedes, da vil være oppfylt. Beslutninger eller kontrakter som i utgangspunktet hører til annet selskapsorgans myndighetsområde vil antagelig sjelden overprøves, og dermed heller ikke være underlagt en reell usikkerhet i forhold til godkjennelsen.

Ved vurderingen av om det foreligger en legitim interesse i utsatt offentliggjøring etter vphl. § 5-3 andre ledd nr. 2, vil det normalt knytte seg mest usikkerhet til spørsmålet om

⁸³ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.3.3

⁸⁴ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.3

det foreligger en reell risiko for at godkjenning ikke vil bli resultatet av den endelige avgjørelsen i saken. Det må kunne legges til grunn at vilkåret ikke er oppfylt om den endelige godkjenning er en ren formalitet. Oslo Børs har i den sammenheng uttalt:

"Foreligger det f.eks. en fullmakt til administrasjonen til å treffe beslutning innen gitte rammer vil offentliggjøring ikke kunne utsettes etter ... [vphl. § 5-3 andre ledd nr. 2]" (min tilføyelse).⁸⁵

Det samme må imidlertid også gjelde der endelig godkjenning reelt sett er å anse som en formalitet på grunn av forholdene for øvrig. Et eksempel kan være der den eller de person(er) som har utarbeidet en kontrakt som trenger styregodkjenning, har en dominerende innflytelse overfor styret. En annen situasjon hvor vilkåret om legitim interesse ikke kan anses å være oppfylt, er der en beslutning eller kontrakt er av en slik karakter at resultatet av styrets behandling er åpenbar. For eksempel en beslutning som utelukkende vil være positiv for selskapet og styret.

Det bør imidlertid ikke kreves mye for at selskapet skal ha en legitim interesse på grunn av usikkerhet knyttet til endelig godkjenning. De personer som sitter i styrende organer har ofte denne posisjonen fordi de anses å ha kompetanse til å ta viktige valg på vegne av selskapet. Det bør dermed legges til rette for at disse personene kan treffe en beslutning basert på egen ekspertise og overbevisning om hva som er best for selskapet. Om offentliggjøring vil kunne ha en uheldig innvirkning på muligheten til å treffe en slik beslutning, bør utsteder dermed anses å ha en legitim interesse i utsatt offentliggjøring.

Legitim interesse etter typetilfellet i vphl. § 5-3 andre ledd nr. 2 antas etter dette hovedsakelig å foreligge der relevante hensyn trekker i forskjellige retninger, og den endelige beslutning må bero på en avveining mellom disse.

⁸⁵ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.3.3

3.2.5 Øvrige typetilfeller

Finanstilsynet har lagt til grunn at vurderingen av hvorvidt det foreligger en legitim interesse må baseres på om det foreligger en kvalifisert interesseovervekt i utsteders favør.⁸⁶ I det følgende vil det redegjøres nærmere for andre typetilfeller hvor utsteder kan ha en legitim interesse i å utsette offentliggjøring. Det gjøres imidlertid ikke et forsøk på å gi en uttømmende liste.

(i) Utsteders egne transaksjoner

Et typetilfelle kan være utsteders egne transaksjoner. Planlegger utsteder for eksempel å selge en større aksjepost i et annet foretak, vil en offentliggjøring av disse planene kunne skade utsteders interesser ved at aksjene faller i verdi før salget gjennomføres. Et slikt salg vil gjerne gi signaler om aksjens antatte lønnsomhet, og dermed påvirke markedets verdsettelse av foretaket.

Finanstilsynet har uttalt:

"All den tid offentliggjøring vil kunne påvirke kursen på aksjene som skal selges i negativ retning, vil det etter omstendighetene foreligge en legitim interesse i å utsette offentliggjøring av forholdet. Slike tilfeller må imidlertid vurderes konkret."⁸⁷

Hensynet til utsteders interesser vil her veie vesentlig tyngre enn markedets, idet gjennomføringen av salget ikke utgjør noe misbruk fra utsteders side, og dermed ikke vil svekke allmennhetens tillit til markedet. Utsteder vil imidlertid kunne påføres et betydelig tap. Det må være klart at kjennskap til egne planer for kurspåvirkelige disposisjoner i markedet ikke vil føre til at gjennomføringen av planene kan anses som misbruk av innsideinformasjon. Om andre juridiske eller ikke-juridiske personer selger egne aksjer i samme foretak med kjennskap til selskapets ikke-offentliggjorte salgsplaner, er situasjonen åpenbart en annen.

⁸⁶ Se punkt 3.3.1

⁸⁷ Finanstilsynets høringsnotat av 1. mars 2004 punkt 8.3.3

Som referert i forrige avsnitt har Finanstilsynet åpnet for å utsette offentliggjøring av planer om *salg* av større aksjeposter i andre foretak. Dette er i tråd med anbefalingene fra CESR,⁸⁸ og er fulgt opp av Oslo Børs.⁸⁹ De samme hensyn synes imidlertid også å gjøre seg gjeldende ved *kjøp* av større aksjeposter. Dersom kjøpsplanene offentliggjøres før gjennomføring, vil utsteders fortjeneste også i disse tilfellene kunne bli mindre.

For eksempel vil en utsteder som antas å kjenne sin del av markedet godt, og som dermed har gode forutsetninger for å se om et annet foretak er underpriset, kunne dra med seg andre investorer og dermed høyne aksjekursen. Det synes ikke å foreligge grunner som taler for at selgers interesse i å få en høyest mulig fortjeneste skal beskyttes i større grad enn tilsvarende interesse hos kjøper. I tillegg vil et krav om offentliggjøring av kjøpsplaner kunne ha den uheldige konsekvens at initiativet til å investere på børsen svekkes, siden avkastningen blir mindre.

(ii) Patentbeskyttelse og rettsvern

Et annet eksempel på typetilfelle hvor utsteder kan ha en legitim interesse i å utsette offentliggjøring vil være der produkter, patenter, oppfinnelser og lignende enda ikke er blitt rettslig beskyttet.⁹⁰ Umiddelbar offentliggjøring i slike tilfeller vil kunne føre til rettstap for utsteder.

For at finansmarkedene skal bidra til samfunnsutvikling og tilføring av kapital til lønnsomme prosjekter, må det legges til rette for at utstederforetakene skal kunne utvikle og tjene penger på egne idéer. Det ville åpenbart bli lite gunstig å benytte seg av de regulerte markedene for innhenting av kapital, dersom informasjonsplikten undergravde muligheten til å få avkastning på egen produktutvikling.

CESR har uttalt seg noe uklart angående utsettelsesadgangen i forbindelse med produktutvikling. Som et typetilfelle hvor legitim interesse kan foreligge nevnes:

⁸⁸ CESR/ 06-562b punkt 2.8

⁸⁹ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.3

⁹⁰ CESR/ 06-562b punkt 2.8

"Product development, patents, inventions etc where the issuer needs to protect its rights provided that significant events that impact on major product developments (for example the results of clinical trials in the case of new pharmaceutical products) should be disclosed as soon as possible."⁹¹

Uttalelsen åpner for flere tolkningsalternativer når det gjelder hva slags informasjon som skal offentliggjøres "as soon as possible". Meningen antas å være at det på generelt grunnlag ikke er adgang til å utsette offentliggjøring av forhold som nevnt i uttalelsen når markedet allerede kjenner til produktet det gjelder. En utsettelse ville da ha klare likhetstrekk med en situasjon hvor utsteder har "guidet"⁹² markedet, men hvor utviklingen viser seg å bli en annen enn forventet. Dersom markedet kjenner til utviklingen av et produkt, og forhold av vesentlig betydning for denne utviklingen utsettes offentliggjort, vil allmennheten villedes i strid med vilkåret i vphl. § 5-3 første ledd.

Etter ordlyden er det på den annen side nærliggende å anta at det kan være hjemmel for utsatt offentliggjøring av informasjon om et produkt under utvikling, men at for eksempel resultatet av tester produktet gjennomgår ikke bør utsettes. En slik forståelse ville imidlertid ikke være hensiktsmessig, da en offentliggjøring av testresultater, uten offentliggjøring av selve produktet, vil føre til spekulasjoner og mulig villedelse av markedet.

Videre ville et krav om offentliggjøring idet det foreligger testresultater undergrave betydningen av utsettelsesadgangen relatert til å sikre rettsvern, da et produkt under utvikling nødvendigvis må gjennomgå tester.

De øvrige typetilfeller nevnt så langt for når utsteder har en legitim interesse er av CESR brukt som eksempler på situasjoner som faller inn under "pågående forhandlinger" i vphl. § 5-3 andre ledd nr. 1.⁹³ De synes imidlertid å ha lite til felles med en vanlig språklig forståelse av ordet "forhandlinger", hvor det normalt vil være to

⁹¹ CESR/ 06-562b punkt 2.8

⁹² Guiding blir nærmere omtalt i punkt 3.3.2.

⁹³ CESR/ 06-562b punkt 2.8

parter som prøver å komme til enighet seg imellom om en gjensidig utveksling av eiendomsrett, tjenester, likvide midler og lignende. Egne transaksjoner vil normalt ikke ha en bestemt "motpart", og vil i hovedsak utføres på bakgrunn av interne beslutningsprosesser. Videre vil rettslig beskyttelse være resultatet av en søknadsprosess som har få likhetstrekk med forhandlingssituasjonen. Det ble dermed funnet hensiktsmessig å behandle eksemplene under inneværende punkt.

(iii) Omstruktureringer

Vilkåret om legitim interesse vil kunne være oppfylt ved omstruktureringer der ansatte må avskjediges. Finanstilsynet har uttalt at behovet for først å drøfte omstrukturering med de ansatte må antas å veie tyngre enn markedets umiddelbare behov for opplysningene.⁹⁴

Ut ifra sammenhengen i vphl. § 5-3 synes det å være avgjørende for om utsteder skal ha en legitim interesse i utsettelse at utfallet av situasjonen kan bli påvirket av offentliggjøring. Dette fremgår direkte av ordlyden i bestemmelsens andre ledd nr. 1, og synes å være hensynet bak typetilfellet i andre ledd nr. 2.⁹⁵

Videre foreligger det etter børsens oppfatning kun en legitim interesse for utsatt offentliggjøring dersom dette kan skade en pågående prosess.⁹⁶ Det må legges til grunn at utstедers generelle interesse i å utsette offentliggjøring så lenge som mulig ikke oppfyller vilkåret om legitim interesse etter vphl. § 5-3 første ledd. Det er dermed nærliggende å anta at opplysninger om omstrukturering ikke kan utsettes offentliggjort med mindre drøftelsen med selskapets ansatte reelt sett vil kunne påvirke gjennomføringen.

I en situasjon hvor innsideinformasjon drøftes med de ansatte vil det være betydelig risiko for lekkasjer. For det første vil antallet personer som får tilgang til opplysningene kunne bli betydelig. For det andre er mulige oppsigelser av vesentlig betydning for den

⁹⁴ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.3

⁹⁵ l.c.

⁹⁶ OBS-2010-1 punkt 6.2

enkelte arbeidstaker, noe som fører til økt risiko for at opplysningene når uvedkommende.

Med mindre det er snakk om å drøfte omstruktureringer med et fåtall av de ansatte, for eksempel tillitsvalgte, vil risikoen for at innsideinformasjon kommer på avveie uten at selskapet har kontroll over situasjonen, være betydelig. Utsatt offentliggjøring bør dermed unngås i slike tilfeller.

(iv) Budsjetter, prognoser og estimer

Et selskaps budsjetter, prognoser og estimer kan i noen tilfeller være innsideinformasjon, og dermed i utgangspunktet være underlagt informasjonsplikt. Slike dokumenter vil gjerne være basert på offentlig tilgjengelig informasjon, og dermed ikke i seg selv være innsideinformasjon, jf. fortalen til markedsmisbruksdirektivet punkt 31. De kan imidlertid vise planer om strategiendringer, innskrenkninger, utvidelser eller omlegging av virksomheten, og dermed være omfattet av informasjonsplikten.⁹⁷

På grunn av opplysningenes usikre karakter er det lite hensiktsmessig at markedet orienteres om utstедers budsjetter, prognoser og estimer, da det vil kunne villede allmennheten. For utsteder vil offentliggjøring kunne tilkjennegi strategiske, men "uferdige" beslutninger, og dermed virke uheldig inn på den videre prosessen. Finanstilsynet har derfor antatt at vilkåret i vphl. § 5-3 første ledd om legitim interesse kan være oppfylt i slike tilfeller.⁹⁸

(v) Regnskapsinformasjon

Når det gjelder utstедers regnskaper vil opplysninger om disse kunne være informasjonspliktige før tidspunktet for offentliggjøring i henhold til den periodiske informasjonsplikten. Regnskapene vil utvikles over tid, og personer med tilgang til opplysningene vil kunne se konturene av sluttresultatet før endelig fastsettelse. Om

⁹⁷ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.4.4

⁹⁸ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.3

opplysningene er presise og har et merkbart kurspåvirkningspotensiale, jf. vphl. § 3-2, vil de i utgangspunktet være informasjonspliktige etter vphl. § 5-2 første ledd.⁹⁹

Utsteder vil imidlertid kunne ha en legitim interesse i å utsette offentliggjøring i slike tilfeller.

For informasjonspliktige regnskapsopplysninger synes utsettelse faktisk å være hovedregelen mer enn unntaket. På bakgrunn av at et krav om offentliggjøring av ufullstendig regnskapsinformasjon vil vanskeliggjøre regnskapsarbeidet, har Oslo Børs uttalt at regnskapsinformasjon forutsetningsvis *regelmessig* bør kunne unntas offentliggjøring inntil de er endelig vedtatt av kompetent organ - normalt styret.¹⁰⁰ Det er både i utstederforetakenes og markedets interesse at utsettelse tillates i disse tilfellene.

Løpende offentliggjøring av ufullstendige regnskapsopplysninger vil kunne villedde markedet ved å tilføre store mengder mer eller mindre usikre opplysninger som potensielt gir et uriktig bilde av utstederforetakenes økonomiske situasjon. Videre ville det vanskeliggjøre regnskapsarbeidet ved at selskapene kontinuerlig ble nødt til å vurdere om regnskapsopplysningene måtte offentliggjøres, og, i forbindelse med eventuell offentliggjøring, bruke tid på å sette opp uferdige regnskap på en slik måte at også allmennheten vil se konturene av selskapets resultat.

Det vil imidlertid ikke være adgang til å utsette offentliggjøring om utsteder selv har bidratt til å skape de forventninger markedet har til regnskapet, se punkt 3.3 nedenfor. Finanstilsynet har uttalt at en utsettelse i slike situasjoner er egnet til å villedde allmennheten i strid med vilkåret i vphl. § 5-3 første ledd.¹⁰¹

⁹⁹ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.4.5

¹⁰⁰ ibid. punkt 3.6.3.4

¹⁰¹ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.6

(vi) Manglende godkjenning og koordinert offentliggjøring

I visse tilfeller vil utsteder kunne ha en legitim interesse i å utsette offentliggjøring der det foreligger avtale om at godkjenning av informasjonen som skal offentliggjøres er nødvendig.

I børsstyrets vedtak 16. juni 2010¹⁰² ble PA Resources AB, som blant annet driver med olje- og gassutvinning, ilagt overtredelsesgebyr for manglende underhåndenmelding til Oslo Børs.

Saken gjaldt informasjon om oljefunn på et felt i Kongo hvor selskapet var deleier. Bakgrunnen for at offentliggjøring av funnet ble utsatt var hovedsakelig at lisensavtalen for feltet forutsatte at vedkommende departement i Kongo måtte godkjenne pressemeldingen før offentliggjøring. I tillegg ble offentliggjøring utsatt til New York Stock Exchange (NYSE), hvor oljefeltets største deleier Murphy Oil Corporation var notert, åpnet kl. 15.00 norsk tid.¹⁰³

Når det gjelder godkjenningen har børsstyret uttalt at det kan ha foreligget en legitim interesse i å utsette offentliggjøring på bakgrunn av de problemer en offentliggjøring kunne medføre i forhold til departementet i Kongo.¹⁰⁴ Det antas at selskapets interesse i å utsette offentliggjøring vil kunne veie vesentlig tyngre enn markedets behov for informasjon i slike tilfeller, da offentliggjøring vil innebære et avtalebrudd. Samme hensyn antas å gjøre seg gjeldende i en tilsvarende situasjon hvor godkjenning fra en kommersiell aktør er nødvendig. Forutsetningen må være at avtalebruddet vil kunne påvirke utfallet av en pågående prosess, slik som den videre oljeutvinning i dette tilfellet.

Det må presiseres at for olje- og gassfunn på norsk sokkel vil utsteder ikke ha en legitim interesse i å utsette offentliggjøring i påvente av Oljedirektoratets godkjenning av

¹⁰² OBS-2010-1

¹⁰³ Offentliggjøringen av opplysningene skjedde ikke før kl. 15.58 grunnet tekniske feil, men dette har ingen betydning for inneværende drøftelse.

¹⁰⁴ OBS-2010-1 punkt 6.2

pressemeldingen om funnet. Krav om en slik godkjennelse følger av Handelsdepartementets pålegg i brev datert 23. august 1973, senere oppdatert 10. september 2007, og er ment å innebære en kvalitetssikring av den informasjon som blir offentliggjort.¹⁰⁵

Det fremgår av børssirkulære nr. 9/2009 at selv om en legitim interesse ble antatt å foreligge tidligere,¹⁰⁶ vil utsteder ikke lenger ha en slik interesse i å utsette offentliggjøring kun på dette grunnlag, jf. sirkulærets punkt 3.3.1. Det fremgår av sirkulæret at bakgrunnen for endringen var at gjeldende tolkning var lite egnet til å fremme korrekt prising og hindre innsidehandel.

Børsstyret har også uttalt at vilkåret om at selskapets legitime interesser blir skadet ved en umiddelbar offentliggjøring vanskelig kan sies å være til stede der Oljedirektoratets godkjennelse enda ikke er gitt.¹⁰⁷ Forskjellen mellom om det er norske eller utenlandske myndigheter som krever at pressemelding om funn skal godkjennes før offentliggjøring, er ikke åpenbar. Oslo Børs har imidlertid bedre kjennskap til norske forhold, og dermed konsekvensene av ikke å overholde godkjenningsplikter. I tillegg har Oslo Børs i samråd med Oljedirektoratet kommet til at utsteder ikke har en legitim interesse i utsettelse i disse tilfellene.

Om PA Resources AB hadde en legitim interesse i å utsette offentliggjøring nesten en hel børsdag ekstra, inntil børsåpning i New York, er ikke kommentert særskilt i børsstyrets vedtak. Dette må imidlertid være lagt til grunn, da børsstyret uttaler at "overtredelsen ikke gjelder en bestemmelse om informasjon til markedet".¹⁰⁸ Det var dermed kun plikten til å gi underhåndenmelding som var overtrådt. Det fremgår ikke av vedtaket hvilke interesser selskapene hadde i en felles offentliggjøring utover at de hadde "et behov for en koordinert offentliggjøring".¹⁰⁹

¹⁰⁵ Børssirkulære nr. 9/2009 punkt 3.3.1

¹⁰⁶ Børssirkulære nr. 2/2007 punkt 3.2

¹⁰⁷ OB-2008-37

¹⁰⁸ OBS-2010-1 punkt 7

¹⁰⁹ ibid. punkt 6.2

Børsstyret synes her å ha lagt til grunn en vid tolkning av når en utsteders legitime interesser kan skades av offentliggjøring. Det er først og fremst hensynet til et velfungerende finansmarked globalt som taler for en utsettelse i dette tilfellet. At oljefunnet vil ha betydning også for Murphy Oil Corporation må være åpenbart for dem som kjenner til at begge selskaper er eiere på feltet. Om denne indirekte informasjonen offentliggjøres på nattestid i USA, vil investorer i andre deler av verden ha lengere tid til å forberede seg til å kjøpe aksjer i selskapet idet NYSE åpner. Det vil i tillegg kunne bli handlet i aksjen før informasjonen offentliggjøres gjennom NYSEs kanaler.

Det er imidlertid ikke anledning til å utsette offentliggjøring etter vphl. § 5-3 første ledd basert på hensynet til verdensmarkedet. På bakgrunn av at Oslo Børs ikke har gitt noen nærmere begrunnelse for hvorfor PA Resources AB ble ansett å ha en legitim interesse i utsettelse inntil felles offentliggjøring kunne finne sted, er det vanskelig å si hva som har vært grunnlaget for børsens slutning. Det synes ikke å kunne skade noen av de involverte selskapene om markedsaktører med kjennskap til den offentliggjorte informasjonen får mulighet til å kjøpe aksjer i det ene selskapet før det andre. Muligheten for profitt ved kjøp av aksjene vil være den samme.

Om selskapene hadde en avtale om at offentliggjøring skulle utsettes inntil NYSE åpnet, vil heller ikke det i seg selv føre til at vilkåret om legitim interesse er oppfylt. Oslo Børs har i en uttalelse hvor det rettes kritikk mot Bjørge ASAs informasjonshåndtering særskilt uttalt at en "avtalebestemt plikt til å bevare konfidensialitet etter at avtale er inngått ikke i seg selv gir grunnlag for utsatt offentliggjøring".¹¹⁰ Situasjonen har klare likhetstrekk med den foreliggende, idet det underliggende informasjonspliktige forholdet må anses ikke lenger å kunne påvirkes etter godkjennelsen fra departementet i Kongo. Hvilke kriterier som må være oppfylt for at utsteders legitime interesser kan komme til skade i slike tilfeller fremstår derfor som usikkert. Børsstyrets vedtak gir inntrykk av at det ikke skal mye til for at utsettelse frem til en koordinert offentliggjøring tillates.

¹¹⁰ OB-2009-2

(vii) Interne retningslinjer

En annen situasjon hvor utsteder kan ha en legitim interesse i å utsette offentliggjøring er der styret utarbeider retningslinjer for selskapet, jf. asal. § 6-12 andre ledd siste punktum, alternativt en instruks for den daglige ledelsen av selskapet, jf. asal. § 6-13 andre ledd. Så lenge det er innenfor rammene for selskapets vedtekter og ikke er underlagt generalforsamlingen, kan styret for eksempel innføre retningslinjer/instrukser for den daglige driften av selskapet som på kort sikt vil minske lønnsomheten. Bakgrunnen kan være et ønske om at selskapet skal ta mer miljøansvar, og en tro på at dette på lang sikt vil lønne seg.

Opplysninger om utarbeidelsen av slike retningslinjer/instrukser vil kunne ha et merkbart kurspåvirkningspotensiale, da utsikter til lavere driftsresultater, i det minste på kort sikt, vil kunne føre til et fall i aksjekursen. Videre vil offentliggjøring av planene kunne føre til at prosessen blir påvirket av både aksjonærer og allmennhetens forventninger forøvrig. Selskapet vil dermed kunne ha en legitim interesse i å utsette offentliggjøringen av planene om interne retningslinjer/instrukser inntil de er ferdig utarbeidet.

(iix) Produktlanseringer

Også ved større produktlanseringer kan utsteder ha en legitim interesse i å utsette offentliggjøring inntil lanseringen finner sted. En offentliggjøring tidligere vil kunne skade utsteder ved at konkurrenter vil ha anledning til eventuelt å fremskynde egen produksjon, eller utvikle lignende produkter.

Et eksempel er den årlige lanseringen av ny iPhone fra Apple Inc. Det er knyttet store forventninger til disse lanseringene, og avvik fra forventningene har vist seg å ha et merkbart kurspåvirkningspotensiale.¹¹¹ Om for eksempel nye vesentlige funksjoner/produkter måtte offentliggjøres før lansering, ville konkurrenter kunne utvikle og lansere tilsvarende funksjoner/produkter i forkant av dette. Det er åpenbart at

¹¹¹ Mohr (2011)

det vil kunne skade selskapet dersom det allerede er tilgjengelig produkter med tilsvarende funksjoner på lanseringstidspunktet.

3.3 Allmennheten må ikke villedes

3.3.1 Kvalifisert villedelse

Etter vphl. § 5-3 første ledd kan informasjonspliktige opplysninger ikke utsettes offentliggjort dersom dette vil villedde allmennheten.

I definisjonen av innsideinformasjon i vphl. § 3-2 er opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter definert som "opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning", jf. tredje ledd. Etter denne definisjonen vil enhver tilbakeholdelse av innsideinformasjon føre til en villedelse av allmennheten, idet en fornuftig investor må antas å ville ha handlet annerledes om informasjonen var tilgjengelig.¹¹²

Da en slik forståelse av vilkåret ville gjøre bestemmelsen om utsatt offentliggjøring illusorisk, må lovens ordlyd tolkes dit hen at vilkåret om villedelse gjelder en mer kvalifisert villedelse enn det en normal utsettelse av å informere medfører.¹¹³ Det er imidlertid uklart hva som kvalifiserer som en villedelse av allmennheten.

Finanstilsynet har antatt at ikke enhver ulempe for selskapet vil medføre at vilkåret er oppfylt. Tilsynet legger opp til at det skal gjøres en interesseavveining mellom selskapets interesser og de mulige skadevirkningene en utsettelse vil innebære for markedet.¹¹⁴

Det kan stilles spørsmål ved hvorvidt det er mulig for selskapet å gjøre en objektiv og korrekt interesseavveining. I de situasjoner hvor utsteder har en legitim interesse i å utsette offentliggjøring vil utsettelse ofte fremstå som helt nødvendig sett fra selskapets

¹¹² Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.2

¹¹³ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.4

¹¹⁴ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.2

side. Videre er det motstående hensynet i interesseavveiningen, skadevirkningene for markedet, et relativt abstrakt begrep å forholde seg til. En offentliggjøring vil for selskapet kunne ha konkrete "målbare" skadevirkninger som er vanskelig å vurdere opp imot svekkelsen av allmennhetens tillit til markedet.

Finanstilsynet har uttalt seg noe uklart om hvilke momenter som kan være avgjørende for interesseavveiningen:

"Selskapets interesser må avveies mot de mulige skadevirkningene av en utsettelse for markedet, f. eks dersom utsatt offentliggjøring kan føre til en vesentlig feilprising av selskapets aksjer. Et annet moment vil være om selskapet selv har bidratt til at allmennheten kan bli villedet av en utsettelse."¹¹⁵

Ut ifra ordlyden i første setning alene ser det ut til at Finanstilsynet har ment at vesentlig feilprising er et eksempel på en mulig skadevirkning. Andre setning nevner imidlertid et "annet moment" som taler imot at vilkåret om at allmennheten ikke villedes er oppfylt. I lys av andre setning kan det dermed se ut til at en risiko for en vesentlig feilprising i seg selv er ment å kunne føre til at vilkåret ikke anses oppfylt.

Selv om hensynet bak vilkåret om at allmennheten ikke må villedes er å forhindre en vesentlig feilprising av selskapets aksjer, virker det lite hensiktsmessig at dette i seg selv skal kunne utelukke utsatt offentliggjøring. Noe av bakgrunnen for unntaket i vphl. § 5-3 første ledd er jo nettopp at utstederforetakene i visse tilfeller skal ha mulighet til å utsette offentliggjøring selv om dette kan føre til en vesentlig feilprising. Det antas derfor at Finanstilsynet ikke har ment at vesentlig feilprising skal være et selvstendig vurderingsgrunnlag for om vilkåret er oppfylt.

Graden av feilprising utsatt offentliggjøring medfører vil imidlertid være et moment i interesseavveiningen. Det ligger i begrepet at store skadevirkninger på markedets side, vil sette tilsvarende høyere krav til utsteders interesser for at vilkåret skal være oppfylt.

¹¹⁵ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.2

Det fremgår av andre setning i Finanstilsynets uttalelse at utsatt offentliggjøring kan være utelukket der utsteder selv har bidratt til å villedde allmennheten. Dette synes å være et moment som i stor grad står på egne ben, slik at interesseavveiningen blir mindre aktuell i disse tilfellene. Oslo Børs' regelverk¹¹⁶ og praksis¹¹⁷ underbygger dette. I tillegg har Finanstilsynet uttalt:

"Det kan for eksempel tenkes at et selskap har inngått en viktig rammeavtale der motparten har en ensidig oppsigelsesadgang. I den grad selskapet offentliggjør at rammeavtalen er inngått, kan offentliggjøring av at det (eventuelt skal) forhandles om oppsigelsesadgangen neppe utsettes selv om selskapet har en legitim interesse i slik utsettelse. Allmennheten ville i tilfellet bli villedet."¹¹⁸

Nevnte kilder tyder på at avgjørelsen av om allmennheten villedes i liten grad vil bero på en interesseavveining i tilfellene hvor utsteder selv har bidratt til å villedde.

Det er særlig der markedets forventninger går motsatt vei av det de utsatt offentliggjorte opplysningene indikerer at interesseavveiningen vil være aktuell.¹¹⁹ For eksempel overskudd kontra underskudd, godkjennelse kontra avslag, eller oppkjøp kontra forhandlingsbrudd. Hensynet til markedet vil i slike tilfeller veie tyngre enn ivaretagelsen av utstедers interesser. I børsstyrets vedtak 24. august 2011¹²⁰ legges det til grunn at vilkåret om ikke å villedde allmennheten var brutt idet investorene forholdt seg til at utviklingen av et produkt var innstilt, selv om det var grunn til å tro det motsatte, jf. vedtakets punkt 6.4.

Det ser etter dette ut til at det som i praksis vil kvalifisere som en villedelse av allmennheten er om utsteder selv har bidratt til markedets forventninger, eller om det er grunn til å anta at realiteten vil bli motsatt av forventningene. I denne sammenheng synes det ikke å være grunn til å behandle avvik i negativ og positiv retning forskjellig.¹²¹ En "villedet" avgjørelse om å kjøpe aksjer før et verdifall, har ikke nødvendigvis større

¹¹⁶ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.4

¹¹⁷ OB-2008-32

¹¹⁸ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.2

¹¹⁹ Bergo (2008) s. 104

¹²⁰ OBS 24. august 2011

¹²¹ Bergo (2008) s. 104

skadepotensiale for allmennhetens tillit til finansmarkedene enn et tilsvarende salg før en verdioppgang.

3.3.2 Guiding mv.

Et eksempel på en situasjon der utsteder selv har bidratt til å villedde markedet er der utsteder offentliggjør opplysninger om et forhold, men utelater enkelte momenter. For eksempel om det ikke offentliggjøres at det fortsatt gjenstår forhandlinger om visse aspekter av en avtale, og dette fører til at de offentliggjorte opplysningene samlet sett blir villedende.¹²² I slike tilfeller vil utsteder ikke ha hjemmel for å utsette offentliggjøringen av de utelatte momentene, selv om de andre vilkårene for utsettelse er oppfylt.

Mest typisk er imidlertid såkalt guiding. Guidingen vil ofte være knyttet til forventet fortjeneste, salgsvolum, marginer og lignende som kan gi indikasjoner på fremtidige resultater. Videre kan informasjon om langsiktige målsetninger anses som guiding. Dersom utsteder har informert markedet om selskapets fremtidsutsikter, men hvor det skjer endringer som medfører at den informasjon som er gitt markedet er blitt uriktig, vil det ikke være adgang til å utsette offentliggjøring.¹²³

At selskapet har guidet markedet må åpenbart være tilfelle om det er angitt konkrete resultatforventninger. I tillegg må angivelser av fremtidsutsikter relatert til andre finansielle og ikke-finansielle hendelser omfattes om disse vil danne et grunnlag for markedets verdsettelse av selskapets aksjer. Også om selskapet beskriver forventet utvikling ved å sammenligne med tidligere oppnådde resultater, for eksempel at det forventes en bedring, vil det være utelukket å utsette offentliggjøring av at situasjonen har endret seg. Det samme gjelder om selskapet har gitt bruddstykker av informasjon som hver for seg eller sammen bidrar til å skape forventninger i markedet. Det må imidlertid avgrenses mot tilfeller hvor utsteder har beskrevet mulig utvikling basert på at rent hypotetiske forhold inntreffer.¹²⁴

¹²² Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.4

¹²³ l.c.

¹²⁴ Børssirkulære nr. 4/2003 punkt 2

Et eksempel på hva som kan anses som guiding fremkommer av Oslo Børs' brev 29. august 2008,¹²⁵ hvor Norske Skogindustrier ASA fikk kritikk for sin informasjonshåndtering. Børsen antar i brevet at selskapets offentliggjøring av budsjettet for et prosjekt innebar "guiding av estimat". Selskapet pliktet dermed å guide på nytt da det viste seg at kostnadene sannsynligvis ville bli vesentlig større enn budsjettet.¹²⁶

Bakgrunnen for at et selskap i første omgang guider markedet kan være at opplysningene er av en slik karakter at de er å anse som innsideopplysninger underlagt informasjonsplikt, og det ikke er hjemmel for å utsette offentliggjøring.

Guiding om fremtidsutsikter kan videre være begrunnet i at det anses å være gunstig for selskapet. Dreier det seg om positive utsikter kan det være en fordel at de kan bidra til en verdiøkning på aksjene fra et tidligere tidspunkt enn ved materialisering av forholdet. Om utviklingen forventes å bli negativ kan det lønne seg for selskapet å forberede markedet på dette over tid, da det kan bidra til å minimere kursutslaget når forholdet materialiserer seg. En jevn nedgang i aksjekursen vil gjerne skape mindre uro rundt selskapet enn ett større kursfall. Hvorvidt utstederselskapene guider markedet kan også være utslag av foretakenes informasjonspolitikk, og herunder et ønske om å bidra til en riktig prising av aksjene.

3.4 Konfidensiell behandling

3.4.1 Generelt om vilkåret

Det tredje og siste vilkåret i vphl. § 5-3 for å kunne utsette offentliggjøring av innsideinformasjon er at opplysningene behandles konfidensielt. Hva som kreves av utsteder for å oppfylle vilkåret fremgår av vphl. § 3-4, som det henvises til i vphl. § 5-3 første ledd. Vphl. § 3-4 omhandler taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering:

¹²⁵ OB-2008-32

¹²⁶ Opprinnelig kostnadsramme var på USD 210 millioner. I en rapport fra et spesialistteam ble det imidlertid konkludert med at kostnadene mest sannsynlig ville bli ca. USD 380 millioner.

"(1) Den som har innsideinformasjon må ikke gi slike opplysninger til uvedkommende.

(2) Den som har innsideinformasjon plikter i sin behandling av slike opplysninger å utvise tilbørlig aktsomhet, slik at innsideinformasjonen ikke kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes. Utsteder av finansielle instrumenter og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon, skal ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon."

Bestemmelsen pålegger utsteder taushetsplikt og aktsomhetsplikt, og krever at selskapene har rutiner for behandling av innsideinformasjon. Slike rutiner må foreligge til enhver tid, og må selvfølgelig følges i de situasjoner hvor de er aktuelle.

3.4.2 Taushetsplikt

Etter vphl. § 3-4 første ledd skal innsideinformasjon ikke gis til uvedkommende. At ikke hvem som helst skal få tilgang til innsideinformasjonen er i og for seg selvsagt under et krav om konfidensiell behandling. Det vil imidlertid kunne foreligge situasjoner hvor visse personer, i kraft av for eksempel sitt yrke, har et begrunnet behov for tilgang til informasjonen.¹²⁷

Hvilke personer som er vedkommende for innsideinformasjon må vurderes konkret,¹²⁸ men i det følgende vil det forsøkes å definere nærmere hvilke personer som normalt ikke omfattes av taushetsplikten, og som dermed kan få tilgang til innsideinformasjon under et krav om sikker behandling av slike opplysninger.

Verdipapirhandelloven § 3-4 første ledd er en videreføring av tidligere rett når det gjelder definisjonen av "uvedkommende".¹²⁹ Etter den opphevede verdipapirhandelloven § 2-2 måtte personer som på grunn av sin eierandel i et utstederforetak, eller på grunn av sitt arbeid, oppdrag eller tillitsverv fikk kjennskap til innsideinformasjon, ikke gi slike opplysninger til uvedkommende.

¹²⁷ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 35

¹²⁸ Finanstilsynets rundskriv nr. 9/2009 punkt 5.2

¹²⁹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 35

I forbindelse med gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet ble taushetspliktsbestemmelsen omgjort og flyttet til den opphevede verdipapirhandelloven § 2-4. Denne bestemmelsen ble videreført i vphl. § 3-4. Forarbeidene til den opphevede verdipapirhandelloven er dermed en sentral rettskilde for å redegjøre for hvilke personer som normalt ikke er å anse som uvedkommende etter vphl. § 3-4 første ledd.

Taushetsplikten etter vphl. § 3-4 første ledd gjelder som hovedregel ikke overfor personer med et begrunnet behov for opplysningene. Internt i et selskap vil det for eksempel ikke være i strid med taushetsplikten å gi de nødvendige opplysninger i forbindelse med normal saksbehandling. Videre vil det, om det er nødvendig for den ordinære driften av virksomheten, kunne tillates at personer også utenfor selskapet får tilgang til innsideinformasjon.¹³⁰

Fusjonspartnere og oppkjøpere vil i visse tilfeller også kunne anses som vedkommende etter vphl. § 3-4 første ledd.¹³¹ Disse vil for eksempel kunne ha et begrunnet behov for innsideopplysninger som er relevante for verdsettelsen av selskapet. Felles for både den interne og eksterne videreformidlingen av innsideinformasjon er at det ikke bør gis flere opplysninger enn det mottakeren har et naturlig og saklig behov for.¹³²

3.4.3 Aktsomhetsplikt

Etter vphl. § 3-4 andre ledd plikter innehavere av innsideinformasjon å utvise tilbørlig aktsomhet i sin behandling av opplysningene. Det fremgår av bestemmelsen at formålet med aktsomhetsplikten er at innsideinformasjon ikke skal komme i uvedkommende sin besittelse eller kunne misbrukes.

Definisjonen av uvedkommende antas å være den samme her som etter vphl. § 3-4 første ledd, jf. punkt 3.4.2. Hensikten fra lovgivers side med å presisere at plikten til å utvise tilbørlig aktsomhet også skal forhindre misbruk, jf. vphl. § 3-3, var å presisere at

¹³⁰ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 41

¹³¹ NOU 1996:2 s. 65

¹³² Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 41

det også overfor dem som ikke er å anse som uvedkommende skal utvises forsiktighet ved behandlingen av innsideinformasjon.¹³³

Plikten til å utvise tilbørlig aktsomhet ved behandling av innsideinformasjon er videreført fra gjeldende rett før implementeringen av markedsmisbruksdirektivet.¹³⁴ Noe veiledning angående hva lovgiver har ment med begrepet "tilbørlig aktsomhet" fremgår dermed av forarbeidene til endringsloven¹³⁵ som innførte tilbørlighetskravet i den nå opphevede verdipapirhandelloven.

Det kan vanskelig gis en uttømmende beskrivelse av hva som kreves for å utvise "tilbørlig aktsomhet". Det vil måtte bero på en konkret vurdering hvorvidt plikten er overholdt. At det ikke er utvist tilbørlig aktsomhet kan for eksempel være tilfelle hvis konkrete opplysninger og/eller saker diskuteres på offentlige steder eller med medarbeidere som ikke har et begrunnet behov for informasjonen,¹³⁶ eller at innsideopplysninger sendes med ukryptert epost.¹³⁷

Tilbørlighetskravet inneholder også en aktivitetsplikt som pålegger juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon å ha rutiner for sikker behandling av slike opplysninger. Det ble ved lovarbeidet ansett hensiktsmessig å presisere dette i vphl. § 3-4 andre ledd siste punktum, uten at det er ment som en forandring fra tidligere rett.¹³⁸

Retningslinjer for hva slags rutiner utsteder må ha på plass for å tilfredsstille kravet i vphl. § 3-4 andre ledd siste punktum fremgår av Ot.prp. nr. 80 (2000-2001). Proposisjonens punkt 6.2 henviser til Finanstilsynets høringsnotat av 19. januar 2000 om begrenset revisjon av verdipapirhandelloven punkt 7.5:

¹³³ Ot.prp. nr.12 (2004-2005) s. 36

¹³⁴ l.c.

¹³⁵ Endr.lov til opphevet vphl.

¹³⁶ Finanstilsynets høringsnotat av 19. januar 2000 punkt 7.5

¹³⁷ Løpende forpliktelser punkt 2.7

¹³⁸ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) s. 36

"Det bør i utstederforetakene f.eks. legges til rette for at oppbevaringen av saksdokumenter, adgang til databaser, kopiering, arkivering, makulering, intern postforsendelse, bruk av telefaks m.v. skjer på en måte som sikrer at de kurssensitive opplysningene ikke kommer i uvedkommendes besittelse."

Dette innebærer blant annet at utsteder må ha rutiner for hvilke ansatte som kan få tilgang til forskjellige typer opplysninger, og for anonymisering av saksdokumenter, rapporter, analyser og lignende.¹³⁹ Det bør også kunne stilles et krav om tilfredsstillende rutiner for datasikkerhet, da det har blitt et problem at hackere angriper børssnoterte selskaper på jakt etter innsideinformasjon.¹⁴⁰

Oslo Tingrett har uttalt seg om kravet til utstедers informasjonshåndteringsrutiner i kjennelse 15. desember 2008.¹⁴¹ Kjennelsen gjaldt omfanget av Økokrims beslagsrett i en sak om overtredelse av bestemmelser om innsideinformasjon. Tingretten antar i kjennelsen at kravet i vphl. § 3-4 andre ledd siste punktum innebærer at utsteder må ha rutiner for informasjonshåndtering også ved uforutsette kurssensitive begivenheter.

Dette fremstår som en naturlig tolkning av bestemmelsen, da formålet nettopp er å forhindre at uvedkommende får tilgang til innsideinformasjon. Å unnta utstederforetakene fra å ha rutiner for informasjonshåndtering ved uforutsette begivenheter ville medføre økt risiko for misbruk i et stort antall situasjoner, og synes ikke å kunne begrunnes i at slike rutiner vil påføre selskapene uforholdsmessige kostnader.

Det er ikke avklart om utsteder i en situasjon med pågående forhandlinger har ansvaret for å påse at forhandlingspartner overholder konfidensialitetsbestemmelsene. Særlig om den andre parten har de nødvendige rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon.¹⁴²

¹³⁹ Finanstilsynets rundskriv nr. 9/2009 punkt 5.3

¹⁴⁰ Ravn (2011)

¹⁴¹ TOSLO-2008-175991

¹⁴² Det forutsettes at forhandlingspartner er en slik juridisk person som angitt i vphl. § 3-4 andre ledd siste punktum.

En løsning hvor en utsteder har ansvar for å påse at den andre parten overholder norske lover er imidlertid lite praktisk. Det forutsetter innsyn i forhandlingspartners virksomhet, og vil gjøre det betydelig vanskeligere for utsteder å vurdere hvorvidt det er hjemmel for å utsette offentliggjøring. Da kravet om rutiner for sikker behandling av innsideopplysninger følger av vphl. § 3-4 andre ledd siste punktum, bør det kunne legges til grunn, så lenge det ikke foreligger omstendigheter som tilsier noe annet, at forhandlingspartner følger et slikt lovpålagt krav. I denne sammenheng er det grunn til å presisere at det ikke kan ha betydning for plikten til offentliggjøring ved lekkasjer, jf. vphl. § 5-3 fjerde ledd, om det for eksempel er forhandlingspartner som har lekket opplysningene.

3.5 Meldeplikt

Meldeplikten ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon fremgår av verdipapirforskriften § 5-1:

"Ved utsatt offentliggjøring etter verdipapirhandelloven § 5-3 skal vedkommende regulerte marked uoppfordret og umiddelbart gis melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen."

Det er opp til den enkelte medlemsstat å innføre meldeplikt, jf. markedsmisbruksdirektivet artikkel 6 nr. 2. Da bestemmelsen om utsatt offentliggjøring ble gjennomført i norsk rett ble det antatt at meldeplikt ville medføre kostnader for foretakene og uklare ansvarsforhold mellom børs og utsteder.¹⁴³ Oslo Børs mente på den annen side at meldeplikten var viktig for en effektiv markedsovervåking.¹⁴⁴ Dette resulterte i at bestemmelsen ble innført i forbindelse med ny verdipapirhandellov og -forskrift, og trådte i kraft 1. januar 2008. Det ble imidlertid innført meldeplikt for utstedere av obligasjoner allerede i 2005,¹⁴⁵ men dette antas å ha berodd på en inkurie, da plikten ble fjernet etter kort tid.¹⁴⁶

¹⁴³ Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 punkt 3.3.2

¹⁴⁴ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.6.2

¹⁴⁵ Endr. i børsforskrift (a) § 10-3 første ledd

¹⁴⁶ Endr. i børsforskrift (b)

Meldeplikten medførte at det ble nødvendig for utstedere å ha et klart forhold til om og når det foreligger informasjonspliktige opplysninger, selv der det er rimelig klart at det er hjemmel for utsettelse.¹⁴⁷

Melding om utsatt offentliggjøring skal rettes til børsens avdeling for markedsovervåking og -administrasjon, og kan gis muntlig.¹⁴⁸ Det fremgår av forskriftsbestemmelsen at begrunnelsen for utsettelsen skal oppgis. Bakgrunnen for dette synes å være at børsen vil være ekstra oppmerksom om det dreier seg om forhold av spesielt kurssensitiv karakter, og at børsen eventuelt kan stoppe handelen i aksjen. Det kan i tillegg gi en indikasjon på personkretsen som kjenner til opplysningene, og om unormale kursbevegelser kan mistenkes å ha sammenheng med den ikke offentliggjorte informasjonen.¹⁴⁹

Begrunnelseskravet antas å være oppfylt så lenge det er angitt en situasjonsbeskrivelse. For eksempel at selskapet er i forhandlinger om mulig oppkjøp, eller at det i en sak gjenstår endelig intern godkjennelse. Å kreve noe mer enn dette synes ikke å være i samsvar med at det ikke er "full" informasjonsplikt overfor børsen ved underhåndenmelding. Er børsen stengt på det tidspunktet meldeplikten inntreffer, må det åpenbart være tillatt å vente med å gi beskjed til børsen åpner neste dag.

Skriftlig melding vil kunne sikre notoritet, men praksis tyder på at etterprøvbareheten av at melding er gitt ikke har vært et problem.

Tidspunktet for når utsteder skal gi regulert marked melding om utsatt offentliggjøring er sammenfallende med tidspunktet for offentliggjøring etter hovedregelen om utstaders informasjonsplikt, jf. kravet om umiddelbarhet i verdipapirforskriften § 5-1 og vphl. § 5-2 første ledd. Videre skal opplysninger som offentliggjøres sendes elektronisk til regulert marked samtidig som offentliggjøringen, jf. vphl. § 5-12 første ledd siste punktum, jf. § 5-2 andre ledd. Utstederforetakene er dermed pålagt å gi umiddelbar melding til børsen idet det foreligger informasjonspliktige opplysninger, uavhengig av

¹⁴⁷ Bergo (2008) s. 104

¹⁴⁸ Løpende forpliktelser punkt 3.1.2

¹⁴⁹ Myklebust (2011) s. 307

om informasjonen skal offentliggjøres på dette tidspunkt eller utsettes med hjemmel i vphl. § 5-3. Det er imidlertid usikkert om kravet om umiddelbarhet tolkes like strengt i begge tilfeller.

Oslo Børs har uttalt at umiddelbar offentliggjøring i utgangspunktet medfører at informasjonspliktige opplysninger skal offentliggjøres *med en gang* selskapet har mottatt dem.¹⁵⁰ Her vil selskapene kun ha noen minutter på seg til å lage en pressemelding.¹⁵¹ Børsen har imidlertid antatt at i situasjoner hvor det oppstår uforutsette forhold, eller andre omstendigheter som selskapet ikke har vært forberedt på, vil det være rom for at selskapet får en viss tid til å gjøre seg kjent med betydningen av opplysningene og hvordan markedet skal informeres.¹⁵²

Uforutsette forhold og andre omstendigheter kan for eksempel være driftsstans eller at noen i ledelsen går på dagen. Slike forhold synes i hovedsak ikke å ville gjøre seg gjeldende i forbindelse med utsatt offentliggjøring. De situasjoner som kan gi hjemmel for utsatt offentliggjøring vil ofte dreie seg om situasjoner som selskapet har vært forberedt på, og hvor selskapet selv har kontroll over informasjonen. Et børsnotert selskap forutsettes dermed å være forberedt på å gi børsen underhåndenmelding idet slik innsideinformasjon foreligger,¹⁵³ slik at det i praksis sjeldnere vil være rom for at et selskap innrømmes tid til å vurdere situasjonen i utsettelsestilfellene. Dette trekker imidlertid ikke i retning av en strengere *tolkning* av umiddelbarhetskravet.

Derimot tilsier reelle hensyn at kravet om umiddelbarhet bør tolkes strengere ved utsatt offentliggjøring. Grunnen til dette er at underhåndenmelding til børsen kan gis muntlig, og at det kreves mindre detaljert informasjon enn det en pressemelding bør inneholde. Det er klart at det må beregnes noe lengere tid når selskapet må utarbeide en skriftlig, og forutsetningsvis mer presis, pressemelding. Videre har underhåndenmelding til børsen ofte ingen annen konsekvens enn at børsen vil overvåke aksjen. Det er derfor viktigere at den informasjon som offentliggjøres er korrekt, enn den som sendes til Oslo

¹⁵⁰ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.5.1

¹⁵¹ Bergo (2008) s. 109

¹⁵² Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.5.1

¹⁵³ l.c.

Børs. Dersom informasjonen som gis børsen viser seg ikke å være korrekt, er normalt ingen skade skjedd. Selskapene bør dermed få bedre tid til å vurdere opplysningene ved offentliggjøring enn ved underhåndenmelding til børsen.

Når det gjelder tidspunktet for når informasjonsplikten inntreffer har Oslo Børs i et brev¹⁵⁴ der det rettes kritikk mot Norske Skogindustrier ASAs informasjonshåndtering uttalt:

"Dersom selskapet har kontroll over opplysningene eller opplysningene er knyttet til forventede hendelser, forutsettes det at selskapet er forberedt på å gi nødvendig informasjon til markedet umiddelbart. I slike situasjoner vil det generelt sett ikke være adgang til utsette offentliggjøringen i påvente av at et styremøte avsluttes."

Det synes ikke å foreligge grunner for å behandle offentliggjøring og melding til børsen forskjellig i slike tilfeller, da misbrukspotensialet er det samme. Konsekvensen av børsens uttalelse antas dermed å være at utstederforetakene må gi underhåndenmelding til børsen fortløpende under en styrebehandling, dersom det foreligger innsideinformasjon før selve møtet er avsluttet. Det samme må antas å gjelde for eksempel under et møte med mulig fusjonspartner.

Meldeplikten ved utsatt offentliggjøring er innført av hensyn til vedkommende regulerte markeds mulighet til å overvåke aktuelle finansielle instrumenter i de perioder det foreligger kurssensitiv informasjon som ikke er offentlig kjent.¹⁵⁵ Oslo Børs har redegjort nærmere for formålet med meldeplikten i børsstyrets vedtak 23. april 2008¹⁵⁶ punkt 6.2:

"Mangel på underhåndenmelding til Oslo Børs avskjærer en reell mulighet for børsen til å forstå markedets og aksjens utvikling, samt til å gjennomføre kontrolltiltak som ... [intensivert overvåking og børspause]. Hensynet til andre markedsaktører som børsen er satt til å ivareta vil i slike situasjoner ikke ivaretas, og dette kan svekke tilliten til verdipapirmarkedet" (min tilføyelse).

¹⁵⁴ OB-2008-32

¹⁵⁵ Løpende forpliktelser punkt 3.1.2

¹⁵⁶ OBS-2008-2

Etter Oslo Børs' regelverk er det imidlertid ett unntak fra meldeplikten:

"Meldeplikten gjelder ikke ved utsatt offentliggjøring av finansiell informasjon i delårsrapporter som offentliggjøres i samsvar med finansiell kalender, jf. pkt. 4.5."¹⁵⁷

Grunnvilkårene for utsatt offentliggjøring vil ofte være oppfylt i slike tilfeller.¹⁵⁸

Bakgrunnen for unntaket er at hensynet til børsens overvåking ikke antas å kunne begrunne meldeplikt i disse tilfellene. Det presiseres at unntaket ikke gjelder for enkeltbegivenheter som på selvstendig grunnlag representerer informasjonspliktig innsideinformasjon. Utsettes offentliggjøring av slike opplysninger må børsen gis melding på vanlig måte.¹⁵⁹

¹⁵⁷ Løpende forpliktelser punkt 3.1.2 tredje ledd

¹⁵⁸ Børssirkulære nr. 3/2005 punkt 3.4.5 og ovenfor i punkt 3.2.5

¹⁵⁹ Løpende forpliktelser punkt 3.1.2

4 Litteraturliste

Lover

Forvaltningsloven	Lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker
Konkursloven	Lov 8. juni 1984 om gjeldsforhandling og konkurs
Allmennaksjeloven - asal.	Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper
Opphevet verdipapirhandellov	Lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel
Endr.lov til opphevet vphl.	Lov 15. juni 2001 nr. 43 om endringer i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel
Børsloven	Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder
Verdipapirhandelloven - vphl.	Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel
Konkursloven [Danmark]	Bekendtgørelse nr. 217 af 15. mars 2011 af konkursloven

Forskrifter

Opphevet børsforskrift	Forskrift 17. januar 1994 nr. 30: Børsforskrift
Endr. i børsforskrift [a]	Forskrift 1. juli 2005 nr. 786 om endring i børsforskrift

Endr. i børsforskrift [b]	Forskrift 27. oktober 2005 nr. 1239 om endring i børsforskrift
Børsforskriften	Forskrift 29. juni 2007 nr. 875 om regulerte markeder
Verdipapirforskriften	Forskrift 29. juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven

Forarbeider

Ot.prp. nr. 29 (1996-1997)	Om lov om verdipapirhandel
Ot.prp. nr. 12 (2004-2005)	Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)
Ot.prp. nr. 34 (2006-2007)	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)
NOU 1972:20	Gjeldsforhandling og konkurs
NOU 1996:2	Verdipapirhandel
NOU 2006:3	Om markeder for finansielle instrumenter
NOU 2011:1	Bedre rustet mot finanskriser Finanskriseutvalgets utredning

Finanstilsynets høringsnotat av 19. januar 2000	Høringsnotat til begrenset revisjon av verdipapirhandelloven – tiltak mot ulovlig innsidehandel m.v.
Finanstilsynets høringsnotat av 1. mars 2004	Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. - implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv
Finanstilsynets høringsnotat av 14. januar 2005	Begrenset revisjon av børsforskriften – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv
Finanstilsynets høringsnotat av 29. september 2010	Diverse endringer i verdipapirhandelloven

EØS-relevant lovgivning m.m.

EP/Rdir 2003/6/EF	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)
EP/Rdir 2004/109/EF	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med opplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et regulert marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF
Rdir 89/592/EØF	Rådets direktiv 89/592/EØF af 13. november 1989 om samordning af retsforskrifterne vedrørende insider- handel
Kdir 2003/124/EF	Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og

offentliggjørelse af intern viden og definition af kursmanipulation (EØS-relevant tekst)

CESR/ 06-562b Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market July 2007

EØS-avtalen Avtale om det europeiske økonomiske samarbeidsområde

ODA Avtale mellom EFTA-statene om opprettelse av et Overvåkingsorgan og en Domstol

Rettspraksis

TOSLO-2008-175991 Oslo Tingrett (Dnb Nor ASA)

Børspraksis

Fra Lovdata:

OBKN-2007-1 Børsklagenemnden (Ignis ASA)

OBS-2008-1 Børsstyret (Global Geo Services ASA)

OBS-2008-2 Børsstyret (Fast Search and Transfer ASA)

OBS-2008-7 Børsstyret (Wega Mining ASA)

OB-2008-32 Oslo Børs (Norske Skogindustrier ASA)

OB-2008-37 Oslo Børs (Olje- og energidepartementet)

OB-2009-2 Oslo Børs (Bjørge ASA)

OB-2009-25 Oslo Børs (Ukjent)

OBS-2010-1 Børsstyret (PA Resources AB)

Fra børsens hjemmesider:

OBS 24. august 2011 Børsstyret (Bionor Pharma ASA) Tilgang:
[http://oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/
Vedtak-og-uttalelser](http://oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Vedtak-og-uttalelser)

Oslo Børs' sirkulære og reglement

Børssirkulære nr. 4/2003 Retningslinjer for selskapers håndtering av informasjon
om fremtidsutsikter

Børssirkulære nr. 3/2005 Nye regler om informasjonsplikt m v

Børssirkulære nr. 2/2007 Guidelines for the disclosure of hydrocarbon reserves,
contingent resources and results from exploration
activities

Børssirkulære nr. 9/2009 Opptakskrav og informasjonsplikter for olje- og
naturgasselskaper

Løpende forpliktelser Oslo Børs' regler om løpende forpliktelser (gjeldende fra
14. juli 2011)

Finanstilsynets rundskriv

Finanstilsynets rundskriv nr. 9/2009 Lov om verdipapirhandel - enkelte
kommentarer til kapittel 3 og kapittel 4

Litteratur

Radack, David V. *Understanding Confidentiality Agreements*. I: JOM. 1994, s. 68
<http://www.tms.org/pubs/journals/JOM/matters/matters-9405.html> [Sitert 15. september 2011].

Eckhoff, Torstein *Rettskildelære*. 5. utg. Oslo, 2001.

EØS-rett. Frederik Sejersted ... [et al.]. 2. utg. Oslo, 2004.

Woxholth, Geir *Avtalerett*. 6. utg. Oslo, 2006.

Svedberg, Johan. *Begrepet innsideinformasjon*. Oslo 2007.

<http://www.duo.uio.no/publ/jus/2007/57405/57405.pdf> [Sitert 2. november 2011].

ESME Report 6. juli (2007) *Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*.

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf
[Sitert 20. november 2011].

Bergo, Knut *Børs- og verdipapirrett*. Oslo, 2008.

Hansen, Jesper Lau og David Moalem. *The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution*. I: Capital Markets Law Journal. 2009, s. 323-340 (Sitert fra scholar.google.no)

Stortingsmelding 15 (2010-2011) *Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010*.

<http://www.regjeringen.no/pages/16251809/PDFS/STM201020110015000DDDPDFS.pdf> [Sitert 2. november 2011].

Myklebust, Trude *Innføring i finansmarkedsrett*. Bergen, 2011.

Sivertsen, Stian. *Nasdaq tar markedsandeler fra Oslo Børs*. Oslo, 1. februar 2011.

<http://stocklink.no/Article.aspx?id=76879> [Sitert 26. august 2011].

Mohr, Bernhard L. *Ny iPhone skuffer markedet*. Oslo, 4. oktober 2011.

<http://e24.no/boers-og-finans/ny-iphone-skuffer-markedet/20106315> [Sisert 26. oktober 2011].

Ravn, Linn Karen. *Fikk tilbud om børshacking*. Oslo, 3. november 2011.

<http://avis.dn.no/artikler/avis/article402830.ece> [Sisert 17. november 2011].

Andre

Financial Services Authority (2009) *FSA Handbook*.

<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/> [Sisert 23. november 2011].

Oslo Børs Årsstatistikk (2010) *Nøkkeltall aksjer og Omsetning i verdi (NOK mill)*

eksklusiv repo <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk> [Sisert 23. november 2011].